جامعـــــــة اليرموك

كلية الاقتصاد والعلوم الادارية

قســــم الاقتصاد

كفاءة واستقرار سوق فلسطين للأوراق المالية

The Efficiency and stability of Palestinian stock exchange

إعداد الطالب

عامر غالب فوزي الهدمي

إشراف الأستاذ الدكتور

حسين الطلافحة

الفصل الأول

2007

بسم الله الرحمن الرحيم

جامعة اليرموك

كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية

قسم الاقتصاد

"كفاءة واستقرار سوق فلسطين للأوراق المالية"

إعداد

عامر غالب فوزي الهدمي

بكالوريوس اقتصاد - جامعة بير زيت - ٢٠٠٣

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في الاقتصاد

جامعة اليرموك اربد - الأردن

وافق عليها

التوقيع

الأستاذ الدكتور حسين الطلافحة ....مشرفاً رئيساً

الأستاذ الدكتور قاسم الحموري........................ عضواً

الدكتور عاطف خليل........................ عضواً

الدكتور محمد العجلوني .... عضواً

تاريخ تقديم الرسالة

٢٠٠٧

بسم الله الرحمن الرحيم

(وَمَا بِكُم مِّن نِّعْمَةٍ فَمِنَ اللَّهِ)

(النحل، آية 53)

الإهداء:

أُمي الحَبيبَة... أَبي الحَبيب...

أختي العَزيزة... إخوَتي الأعزاء... إخوَتي غَير الأشقاء

زَوجَتي الغالية...

مُشرِفي...

أساتذتي في اليرموك ... أساتذتي في بيرزيت...

زملائي الطلاب... زملائي الموظفين...

إليكم جميعا اهدي هذا العمل

الفهرس

الفصل الأول VII

المقدمة 2

1-1 تمهيد 2

1-2 مشكلة الدراسة 3

1-3 أهمية الدراسة 3

1-4 أهداف الدراسة 3

1-4-1 اختبار مدى استقرار سوق فلسطين المالي 4

1-4-2 اختبار كفاءة سوق فلسطين المالي 4

1-4-3 اختبار العلاقة بين المؤشرات في والمتغيرات الاقتصادية 4

1-5 منهجية الدراسة والنموذج الإحصائي 4

1-5-1 آليات تقدير أداء سوق فلسطين المالي: 4

1-5-2 الفعالية 5

1-5-3 مستوى الكفاءة 5

1-6 المعلومات الإحصائية 7

1-7 تسلسل الدراسة 8

1-8 محددات الدراسة 8

الفصل الثاني 9

2- الإطار النظري و مراجعة الأدبيات 10

2-1 استقرار السوق المالي 10

2-1-1 المخاطرة المنتظمة 12

2-1-2 المخاطر غير المنتظمة 12

2-2 كفاءة سوق رأس المال 13

2-2-1 فرضيات فاما للسوق الكفء 14

2-2-2 دراسات سابقة أجريت على اختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف 15

2-2-3 الجدل الحالي 17

2-3 العلاقة بين السوق المالي و المتغيرات الاقتصادية 22

الفصل الثالث 27

3- تطور السوق المالي الفلسطيني وأداءه 28

3-1 نشأة وأهداف السوق 28

3-2 الأدوات الاستثمارية السائدة في سوق فلسطين للأوراق المالية 29
3-3 مؤشر السوق (مؤشر القدس) 29
3-4 التداول في الأوراق المالية 31
3-5 نمو سوق فلسطين للأوراق المالية 31
3-6 دور الوساطة في البورصة 33
3-7 شركات الوساطة 33
3-8 الاتصال الجيد بين المستثمر وبين شركة الوساطة 34
3-9 التقارير المالية للشركات المدرجة 34
3-10 وسائل الإعلام 35
3-11 الصفحة الإلكترونية لسوق فلسطين للأوراق المالية 35
الفصل الرابع 36
4- المنهجية والتحليل القياسي 37
4-1 المقدمة 37
4-2 استقرارية السوق 37
4-2-1 اختبار استقرار البيانات والعلاقات بين المتغيرات 37
4-3 كفاءة السوق المالي 41
4-4 العلاقة بين السوق المالي والمتغيرات الاقتصادية 46
4-5 نتائج تطبيق نموذج تصحيح الخطأ 48
4-6 الاستجابة الفورية 51
الفصل الخامس 56
5- النتائج والتوصيات 57
5-1 النتائج 57
5-2 التوصيات 60
6- المراجع 61
6-1 المصادر العربية 61
6-2 المصادر الإنجليزية 63
7- الملحقات 67
ABSTRACT 72

الملخص باللغة العربية

الهدمي، عامر، **أداء سوق فلسطين المالي واستقراره(1997 – 2006)** رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، 2007، (المشرف: الأستاذ الدكتور حسين علي الطلافحة).

اهتمت الدراسة بتقييم دور سوق فلسطين للأوراق المالي من خلال دراسة ثلاثة مواضيع رئيسية وهي استقرار السوق، وكفاءته عند المستوى الضعيف وفعالية هذا السوق من خلال تقدير العلاقة بين مؤشرات سوق المالي ومؤشرات الاقتصاد الكلي، هذه المواضيع الرئيسية التي تم تناولها بشكل تفصيلي وتحليلها باستخدام أسليب إحصائية OLS , ECM , CO-INTEGRATION, IMPULSE RESPONSE، وبينت أن بيتا لكل من قطاع البنوك و التأمين والصناعة اقل من واحد صحيح وهذا يعني أن المخاطر التي تتعرض لها كل من القطاعات السابقة هي اقل من المخاطر التي يتعرض لها السوق ككل، كما أن أسعار الإغلاق الأسهم المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية تتأثر في أسعار إغلاقها للفترات السابقة، لذلك فان الأسعار الجارية لا تسلك سلوكاً عشوائياً أي أن سوق فلسطين للأوراق المالية لا يتمتع بالكفاءة عند المستوى الضعيف كما وان متغيرات الاقتصاد والسوق المالي تتحرك معاً في الفترة الزمنية طويلة الآجل وبينها ارتباط ذاتي من خمس متجهات يصعب تفسيره باستخدام التكامل المشترك، ومن خلال استخدام نموذج تصحيح الخطأ تبين أن أجمالي الناتج المحلي يؤثر إيجابا لكلا الربعين السابقين بينما مؤشر أسعار المستهلك يؤثر سلباً لفترتين سابقتين و تأثيره غير ذات دلالة إحصائية لفترة واحدة في حين كان لسعر الصرف أثر ايجابي لكلا الفترتين و كان للتضخم أثر ايجابي لفترتين و كذلك حجم التداول أظهر شذوذ في هذه النتيجة حيث كان تأثيره سلبي علماً بأن أحجام التداول العالية تعطي تأثير ايجابي عادةً على سلوك المؤشر و لكن فترة التباطؤ تفسر هذا الشذوذ حيث أن حجم التداول العالي لفترات سابقة (3-6 شهور) تعطي فرصة كبيرة للمستثمرين بالدخول و الخروج قبل هبوط المؤشر أو ارتفاعه، وأخيراً فقد كان لسعر الفائدة على الودائع قصيرة الآجل أثراً سلبياً و هذا تأثير طبيعي للطلب على الأسهم، أوصت الدراسة بضرورة قيام السوق المالي بتوفير كل المعلومات المتعلقة بأسعار الأسهم، والقيمة السوقية لهذه الأسهم، وعقود البيع المنفذة، ومعدل دوران السهم، ونسبة أرباح الأسهم، و معامل بيتا، وغيرها من البيانات التي تهم المستثمر، ونشرها على لوحات إلكترونية،بحيث تكون هذه المعلومات متاحة لجميع المستثمرون وبدون تكاليف مالية لتمكنهم من التوصل إلى تقدير ملائم لما يجب أن تكون عليه أسعار الأسهم.

الفصل الأول

1- المقدمة

1-1 تمهيد

تلعب الأسواق المالية دوراً هاماً في الاقتصاد، إذ تساهم في استقرار النظام المالي والاقتصادي للدولة، حيث تقلل من اعتماد الشركات على القروض الممنوحة من قبل البنوك، وتجنب تلك الشركات تقلب أسعار الفائدة. كما تساهم الأسواق المالية في اجتذاب وتوجيه المدخرات بخاصة من صغار المدخرين الذين سيكون بإمكانهم شراء عدد من الأسهم يتناسب مع مدخراتهم، كما توفر لهم المكان للتبادل، ويساعدهم على المساهمة في الشركات العامة والخاصة، مما يقلل من تعرض هذه الشركات للهزات التمويلية، ويحقق التسعير العادل، ويخفف من الخسارة التي قد تتعرض لها، كما ويساعد السوق المالي في استقرار هذه الشركات مالياً وإداريا.

ان وجود الأسواق المالية المنظمة تساعد على استقطاب الاستثمارات الأجنبية، التي تتضمن نقل المعرفة والتكنولوجيا إلى الكثير من الصناعات، فالمستثمر الأجنبي يحاول عادة التركيز على الاستثمارات الإنتاجية و الخدماتية الضخمة في الدول النامية، كما يهتم المستثمر الأجنبي بالشركات التي يستطيع تسييل استثماراته بها بسهولة، وتعطي أولوية لمشاريع البحث والتطوير. ومن دون شك فأن الاستثمار عن طريق الأسواق المالية يعتبر بديلاً للاستثمار المباشر لرؤوس الأموال الأجنبية. من هنا انبثقت فكرة تأسيس سوق مالي يهتم بالاستثمارات الفردية ويساعد على جذب الاستثمارات ويوفر التمويل اللازم للشركات العامة والخاصة.

2-1 مشــكـلــة الــدراســة

أكدت الدراسات التي أجريت في الدول المتقدمة وجود علاقة بين الأسواق المالية والمتغيرات الاقتصادية الكلية، وأشارت هذه الدراسات إلى انعكاس مستوى الأداء الاقتصادي في هذه الدول على مؤشرات أسواقها المالية. و مع انشاء سوق فلسطين و تقدمه أصبح من الضروري تقييم فعاليته و كفائته لمعرفة مدى استجابته للنشـــاطات الاقتصاديه.

3-1 أهــميــة الــدراســة

تكتسب هذه الدراسة أهمية كبيرة من دور سوق فلسطين المالي في الاقتصاد الفلسطيني، حيث يلعب هذا السوق دوراً بارزاً في تجميع المدخرات وجذب الاستثمارات وتوجيهها لخدمة الاقتصاد الفلسطيني، فبات من الضروري القيام بدراسات مستمرة لهذا السوق للتحقق من بلوغ الأهداف التي يطمح أليها ضمن الظروف السياسية الصعبة.

تأتي هذه الدراسة لتبين ثلاثة أجزاء رئيسية مهمة ينبغي توفرها في أي سوق ماليي وهي مدى استقرار الأسهم المدرجة في السوق المالي وكفاءة هذا السوق ومدى استجابته للمتغيرات الاقتصادية، باستخدام النماذج الرياضية والإحصائية، التي تفسر النظريات العلمية، وتضعها موضع التطبيق، التي يعتمد عليها في اتخاذ القرارات ورسم السياسات الاقتصادية.

4-1 أهـــداف الــدراســة

تهدف هذه الدراسة إلى تقييم عام لسوق فلسطين المالي من خلال:

1-4-1 اختبار مدى استقرار سوق فلسطين المالي

يتم ذلك من خلال قياس العلاقة بين عوائد أسهم القطاعات المختلفة (قطاع البنوك، قطاع الخدمات، قطاع التامين، القطاع الصناعي و قطاع الاستثمار) و العائد على جميع أسهم السوق.

2-4-1 اختبار كفاءة سوق فلسطين المالي

يتم ذلك من خلال اختبار مستوى الكفاءة الضعيفة (Fama) والتي تتطلب جمع بيانات عن أسعار الأسهم التي تعكس كافة المعلومات المتاحة في السوق.

3-4-1 اختبار العلاقة بين المؤشرات في والمتغيرات الاقتصادية

اختبار العلاقة بين بعض المؤشرات في سوق فلسطين المالي وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية والخروج بتوصيات تساعد المستثمرين والمهتمين بالأسواق المالية للوقوف على أهم العوامل المؤثرة في هذه الأسواق.

5-1 منهجية الدراسة والنموذج الإحصائي

تنقسم هذه الدراسة الى ثلاثة نماذج رئيسية وهي:

1-5-1 آليات تقدير أداء سوق فلسطين المالي:

آليات تقدير أداء أي سوق مالي من حيث الاستقرار والفعالية والكفاءة حيث يتم تقدير الاستقرار من خلال تقدير نموذج بيتا باستخدام المربعات الصغرى

2-5-1 الفعالية

ويتم تقديرها من خلال تقدير مدى ارتباط مؤشر السوق بالمتغيرات الاقتصادية باستخدام نموذج تصحيح الخطاء ECM

3-5-1 مستوى الكفاءة

حيث يتم تقديره من خلال تقدير نموذج Fama باستخدام نموذج المربعات الصغرى

- **اختبار استقرار البيانات والعلاقات بين المتغيرات في المستوى الصفري.**

تعتبر الكثير من السلاسل الزمنية غير مستقرة في المستوى (not integrated of order zero, I(0))، وهذا ما يجعل استخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) غير مناسب (invalid)، حيث يمكن الحصول على قيم (R^2, t-statistics, F-value) مرتفعة لكنها لا تعطي معنى قياسياً، لذا يتطلب الأمر إجراء اختبار جذر الوحدة (The unit root test) لاختبار مدى استقرار أو سكون السلسلة. ويمكن استخدام اختبار ديكي- فولر الموسع {Augmented Dickey-Fuller (ADF)} والذي يأخذ الصيغة التالية:

$$\Delta Y_t = A_1 + A_2 T + \alpha Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p} \lambda_i \Delta Y_{t-i} + e_t ....(1)$$

حيث تعبر Y عن متغيرات الدراسة في الفترة t، و e_t حد الخطأ، وتشير p إلى عدد فترات التباطؤ الكافية لإلغاء الارتباط الذاتي والذي تم تحديدها حسب معيار (AIC) Akaike Information Criteriaومعيار Schwars Criteria (SC)، A_1 الحد الثابت، T المتجه الزمني (Trend)، A_2 معامل المتجه الزمني. كما سيتم اختبار (ADF) باستخدام الحد الثابت (Intercept) مرة والمتجه الزمني (Trend) مرة أخرى وبدونهما (Non) مرة ثالثة ومن ثم اختيار الصيغة المناسبة.

- **استقرار سوق فلسطين**

لاختبار استقرارية سوق فلسطين المالي تستخدم الدراسة بيانات الاسعار اليومية للقطاعات الخمس الرئيسيه لتقدير معامل بيتا وذلك من خلال استخدام نموذج السوق (Lorie, 1985)، بالاضافة الى اخذ مجموعة من الاسهم الفردية لبعض الشركات المدرجة في السوق، وتقدير بيتا لمعرفة مدى استقرار اسعار هذه الاسهم، وسنستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) في تقدير المعادلة (1)، بعد ان يتم اجراء اختبار مدى استقرارية البيانات المستخدمة من خلال اختبار ديكي فوللر الموسع.

$$R_{it} = \alpha_{it} + \beta_{it} R_{mt} + e_{it} ......(2)$$

حيث أن:

R_{it}: عائد السهم للقطاع (i) خلال الفترة (t).

α_{it}: المقطع الثابت لسهم القطاع (i) خلال الفترة (t).

B_{it}: ميل الانحدار (معامل بيتا) لسهم القطاع (i) خلال الفترة (t).

R_{mt}: عائد محفظة السوق خلال الفترة (t).

e_{it}: الخطأ العشوائي لسهم القطاع (i) خلال الفترة (t).

- **كفاءة السوق المالي:**

ولاختبار مدى كفاءة السوق المالي نستخدم نظرية Fama لتقدير الصيغة الضعيفة وتحتاج هذه الطريقة الى استخدام الارتباط الذاتي لتقدير العلاقة بين سعر السهم في الفترة الحالية وفترة زمنية سابقة لنفس السهم من خلال المعادلةالتالية:

$$P_t = \alpha + \beta \sum_{t=1}^{n} p_{t-1} + e_t ....(3)$$

حيث أن :

p_t تعبر عن سعر السهم الشهري.

P_{t-1} تعبر عن سعر السهم في فترة زمنية سابقة.

β هي درجة التغير في سعر السهم في الفترة الحالية الناجم عن التغير في سعر السهم في الفترة السابقة.

- **العلاقة بين السوق المالي والمتغيرات الاقتصادية**

بعد فحص استقرار البيانات يتم اختبار العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية ومؤشر السوق المالي، حيث سيتم استخدام نموذج التكامل المشترك اذا كانت البيانات مستقرة على الفرق الاول وذلك لفحص البيانات اذا كانت متكاملة من الدرجة الاولى ام لا، ومن ثم يمكن استخدام نموذج تصحيح الخطاء ECM اذا كانت علاقات التكامل المشترك غير مفسرة لربط نسبة التضخم INFLRATEi والناتج المحلي الاجمـــالي GDPi ومجموع التسهيلات الاتمانية CRFA ومؤشر اسعار المستهلك CPI وسعر الصرف EXRATE وسعر الفائدة على الودائع قصيرة الاجل INTRATE مع مؤشر سوق فلسطين للاوراق المالية، وتصاغ المعادلة المراد تقديرها على الشكل التالي:

$$INDEX_i = \beta_0 + \beta_1 (TRVALUE_i) + \beta_2 (INFLRATE_i) + \beta_3 (GDP_i) + \beta_4 (CRFA) + \beta_5 (CPI) + \beta_6 (EXRATE) + \beta_7 (INTRATE) + e_i \quad ....(4)$$

حيث أن:

TRVALUE: تعبر عن حجم التداول.

INFLRATE: تعبر عن نسبة التضخم.

GDP: تعبر عن أجمالي الناتج المحلي.

CRFA : تعبر عن التسهيلات الائتمانية.

CPI : تعبر عن مؤشر أسعار المستهلك.

EXRATE : تعبر عن سعر صرف الشيقل مقابل الدولار.

INTRATE : تعبر عن سعر الفائدة على الودائع قصيرة الأجل.

6-1 المعلومات الإحصائية

تعتمد هذه الدراسة على المعلومات الاحصائية الرسمية الصادرة عن السوق المالي بشكل عام اضافةً الى المعلومات الرسمية الصادرة عن دائرة الاحصاءات العامة وسلطة النقد الفلسطينية وغيرها من المؤسسات الحكومية والمؤسسات غير الحكومية.

7-1 تسلسل الدراسة

تتكون هذه الدراسه من خمسة فصول رئيسية اولها هذه المقدمة التي ضمت مشكلة الدراسة واهداف الدراسة ومنهجية الدراسة. كما ويناقش الفصل الثاني الاطار النظري ومراجعة الادبيات، وتفصيل المتغيرات المذكورة. ويقدم الفصل الثالث تطور السوق المالي واداءه. والفصل الرابع يستعرض التحليل القياسي لاختبار استقرار السوق وكفاءته وفعاليتة وعلاقتة بالمتغيرات الاقتصادية. واخيراً تنتهي الدراسة بالفصل الخامس، الذي يضم النتائج والتوصيات.

8-1 محددات الدراسة

تعتمد هذه الدراسة بشكل أساسي على علاقة المتغيرات الاقتصادية بأداء السوق المالي، و توافر المعلومات عن هذه المتغيرات حيث كانت المحددات الاساسية هي:

- عدم وجود عملة محلية فلسطينية و الاعتماد على ثلاث عملات رئيسية اخرى هي الدينار، الدولار والشيكل.
- عدم وجود بنك مركزي فلسطيني حتى الان.
- لم يتم الحصول على بيانات عرض النقد و الذي استعيذ عنه بالتسهيلات الائتمانية.
- لعب الوضع السياسي دورا هاما في التأثير على أداء السوق في الوقت الذي يصعب تمثيل الوضع السياسي كمتغير احصائي.

الفصل الثاني

2- الإطار النظري ومراجعة الأدبيات

1-2 استقرار السوق المالي

وضعت أعمال الباحث هاري ماركووتيز عن تكوين المحافظ المالية(Markowitz Efficient Portfolio)حجر الأساس عام 1952 لأستخدام الأساليب الإحصائية والرياضية لقياس مخاطر هذه المحافظ، ونظرا للتعقيدات الرياضية التي تصاحب النموذج ونظرا لمحدودية فائدته، فقد طور وليم شارب (1964) نموذجا لتسعير الأصول الرأسمالية(CAPM) والذي يعتبر امتدادا لنموذج محفظة ماركووتيز المالية. وترتكز فكرة النموذج الذي سمي بالنموذج القطري، على ربط عائد استثمار معين برقم قياسي كما هو موضح في المعادلة رقم (5). ويقيم النموذج الاستثمارات على أساس عوائدها ومخاطرها، الامر الذي طور في التسعينات بالتعاون مع ملير و شارب واستحق جائزة نوبل حيث انه وضع اساس لنظريات اختيار و تنويع المحافظ.

$$INDEX_{it} = \frac{\sum P_{it} \times S.S_{it}}{\sum P_{it-1} \times S.S_{it-1}} \quad ......(5)$$

حيث ان:

P_{it} : تمثل سعر السهم i في الفترة t

$S.S_{it}$: تمثل راس المال المكتتب به للشركة i في الفترة t

أما ترينور(1965) فقد طور مؤشرا لمقارنة الاستثمارات المختلفة وعمل على ربط العوائد المتعلقة بالاستثمار مع المتوسط المرجح للسوق. وقد عرف الخط الذي يمثل هذه العلاقة بخط خاصية الاستثمار، والذي أطلق عليه العلماء نموذج السوق والذي يعمل على قياس معدل المخاطر

النظامية والتغيرات في سوق الأسهم. ويعتبر نموذج السوق من نماذج الانحدار الإحصائية ويستخدم لاستخراج قيمة بيتا كمقياس للمخاطر النظامية (غرايبة وارشيدات،1996).

من الدراسات العديدة والقريبة من نمط وسلوك سوق فلسطين المالي، والتي استخدمت نموذج السوق لبحث استقرار وحساسية الأسواق المالية، كانت دراسة (طلافحة وشامية،1990) عن سوق عمان المالي والتي كانت نتائجها أن أسهم قطاع البنوك والتأمين أكثر تقلبا من معدل تقلب السوق(بيتا>1)، بينما كانت أسهم قطاع الخدمات والصناعة أقل تقلبا من معدل السوق(بيتا<1).

يسعى المستثمر إلى تعظيم العائد المتوقع على استثماره ولكنه يواجه قيد المخاطرة. والمخاطرة هي الاحتمال بأن يكون العائد المحقق مختلفاً عن العائد المتوقع. وكلما أراد المستثمر أن يحصل على عائد أعلى، يتوجب عليه أن يتحمل درجة أكبر من المخاطرة. وبالتالي تمثل العلاقة بين العائد والمخاطرة أساس قرار الاستثمار.

أن مفهومي العائد والمخاطرة يشكلان جزءاً أساسياً في عملية فهم وتحليل نظريات التمويل وفيما يلي ملخصا لكل منهما:

العائد: هو " عبارة عن الزيادة المحققة التي يحصل عليها المستثمر اضافة الى الاستثمار الاساسي" (Mishkin 1998). إن العائد على الاستثمار يتكون من قسمين هما الأرباح الرأسمالية و التوزيعات الناتجة عن الاحتفاظ بهذه الاستثمارات.

المخاطر: يمكن تعريف المخاطر بأنها عدم انتظام العوائد والخوف من وقوع خسائر من الاستثمار(Mishkin 1998).

تحمل كل من الأسهم والسندات نوع من أنواع المخاطر تعرف بمخاطرة السوق ويعني ذلك احتمال خسارة المستثمر بعض رأس ماله المستثمر بسبب تذبذب حالة السوق العامة.

تقسم المخاطر إلى جزئيين أساسيين هما:

2-1-1 المخاطرة المنتظمة

يطلق عليها تجاوزا مخاطر السوق وسبب ذلك أن هذه المخاطر تصيب كافة الأوراق المالية في السوق. ويعتبر مصدر المخاطر المنتظمة هي ظروف عامة اقتصادية مثل الكساد أو ظروف سياسية. ويصعب على المستثمر التخلص منها أو التحكم فيها لكنه يستطيع أن يقلل من تأثيرها بسبب اختلاف تأثر الأوراق المالية للمخاطر المنتظمة على حسب نوعها وذلك لتقليل اثر المخاطر المنتظمة يمكن للمستثمر تنويع الاستثمار وتوزيعه في أسواق عالمية مختلفة.

2-1-2 المخاطر غير المنتظمة

وهي مخاطرة الاستثمار في ورقة مالية أو منشاءة معينة مثل الاستثمار في أسهم شركة ما، فالمخاطرة هنا أن يطرأ ضعف في الشركة وإرباحها مما يؤدى إلى هبوط أسهم هذه الشركة، ومن ثم خسارة الاستثمار ويمكن التقليل من هذه المخاطرة بتنويع مكونات المحفظة المالية للمستثمر ، وهنا ينطبق المثل المشهور (لا تضع بيضك كله في سلة واحدة). ومن أشكال المخاطر غير المنتظمة:

2-1-2-1 مخاطرة التضخم

وتعرف أيضا بمخاطرة قوة الشراء ويعني ذلك أن التضخم يؤثر على العائد العام للأسهم فإذا كان عائد الاستثمار اقل من معدل التضخم فيعني ذلك أن مال المستثمر سيفقد قوة شراء مع مرور

الزمن وعلى هذا لابد من التأكد أن متوسط عائد الاستثمار ينبغي أن يكون أعلى من معدل التضخم على اقل الأحوال.

2-2-1-2 مخاطرة التوقيت

مما لاشك فيه أن التوقيت في الاستثمار مهم جدا فاحتمال ربح المستثمر الذي استثمر في بداية صعود السوق اكبر من توقيت الاستثمار في وقت وصول السوق إلى القمة أو وقت الهبوط.

3-2-1-2 مخاطرة السيولة

وهي مخاطرة عدم تمكن المستثمر من تسييل استثماره في الوقت الذي يحتاج فيه إلى النقد. وتختلف إمكانية تسييل الاستثمار باختلاف نوع الاستثمار، فالاستثمار بالسندات ذات التقييم العالي والأسهم للشركات الكبيرة أكثر سيولة من الاستثمار في العقار أو أسهم الشركات الصغيرة التي يقل تداول أسهمها. ومما سبق يعتبر من أهم المخاطر التي لابد للمستثمر أن يضعها في الاعتبار عند اتخاذ قرار استثماره. وهناك مخاطر أخرى تختلف باختلاف المستثمر ونوع الاستثمار لابد للمستثمر أن يحددها بالرجوع إلى خبراء الاستثمار عند اتخاذ قرار الاستثمار.

2-2 كفاءة سوق رأس المال

يعرف السوق الكفء (Fama 1976) بأنه السوق الذي يعكس فيه أسعار الأوراق المالية (الأسهم) المعلومات المتاحة والمتعلقة بهذا الاستثمار. وكفاءة السوق تتوقف على عاملين في غاية الأهمية هما:

1- مدى توافر المعلومات وتماثلها لجميع المستثمرين في السوق.

2- مدى فهم وتفسير السوق والمستثمرين للمعلومات.

من الجدير ذكره بأن عدم وجود خاصية الكفاءة في السوق المالي يؤدي في الأغلب إلى استغلال فئة من المستثمرين المضاربين للمستثمرين الآخرين، فالمستثمر الذي ليس لدية معلومات كافية كالمستثمرين الآخرين لن يتمكن من تقدير السعر العادل وبالتالي الاختيار الأمثل(عبيد، 1990) .

1-2-2 فرضيات فاما للسوق الكفء

قام Fama بتقسيم كفاءة الأسواق إلى ثلاثة مستويات موجزة كالتالي:

1-1-2-2 فرضية الصيغة الضعيفة

تشير هذه الفرضية إلى أن الأسعار السائدة الآن ليس لها علاقة بالأسعار التاريخية، وهذا يعني أن كل المعلومات السابقة تكون قد انعكست على الأسعار، أي أن التحليل المالي للعوائد التاريخية لن يفيد المستثمرين في تحقيق أرباح تفوق المستوى الطبيعي (أرباح غير عادية). ويعتبر إثبات نموذج الحركة العشوائية للأسهم (Random walk Hypothesis) شرطاً الكافي لتوفير الصيغة الضعيفة لأي سوق مالي وتتمثل فرضية الحركة العشوائية بالمعادلة رقم (6):

$$Y_t = Y_{t-1} + e_t \text{ ....(6)}$$

حيث أن:

Y_t: تمثل أسعار الفترة t

Y_{t-1} : تمثل أسعار الفترة السابقة لـــt

e_t: تمثل الخطأ العشوائي

2-1-2-2 فرضية الصيغة متوسطة القوة

تشير هذه الصيغة إلى أن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم على تلك المعلومات، سواء تمثلت تلك المعلومات فيما ينشر عن الشؤون الدولية، أو الظروف الاقتصادية في الدولة، أو

ظروف الصناعة أو المنشأة، بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور.

3-1-2-2 فرضية الصيغة القوية

يفترض هذا المستوى بان سعر الورقة المالية، تعكس جميع المعلومات سواء كانت تاريخية أو آنية أو حتى تلك التي تتعلق بالخطط المستقبلية، بما في ذلك المعلومات الداخلية التي يستغلها أصحاب المنشأة والمقربون منهم قبل وصولها إلى جميع المستثمرين، أو حتى تلك المعلومات الخاصة التي يستنبطها المحللين الأساسيين من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبره ومهارة عاليتان وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين حتى لو استعان بخبرة أفضل مستشارين في السوق.

2-2-2 دراسات سابقة أجريت على اختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف

عملت دراسة (طلافحة وشامية،1990) على اختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف لأربعة قطاعات مدرجة(البنوك، التأمين، الخدمات،والصناعة) في سوق عمان المالي باستخدام تحليل الارتباط الذاتي لبيانات ربعيه للتأكد من مدى استقلالية أسعار الأسهم، وكانت نتيجة هذه الدراسة انه لا يوجد هناك استقلال بأسعار الأسهم بين الفترات الزمنية المستخدمة وبالتالي فان سوق عمان المالي لا يتمتع بالكفاءة عند المستوى الضعيف.

وبينت دراسة (القواسمي،1990) التي هدفت إلى قياس كفاءة سوق عمان المالي في تسعير أسهم الشركات الصناعية باختبار مستوى الكفاءة الضعيف، عن طريق فحص العلاقة الزمنية بين التغيرات الأسبوعية في العائد غير العادي والعلاقة الزمنية بين التغيرات الأسبوعية في أسعار

أسهم شركات العينة بالاعتماد على بيانات أسبوعية خلال (103) أسابيع للفترة 1986و 1987، أكدت الدراسة عدم كفاءة سعر أسهم الشركات الصناعية المدرجة في السوق، وانه بالإمكان تعميم هذه النتيجة على السوق بشكل عام.

دراسة (عبيد، 1990) بعنوان "خصائص وسلوك سوق الاستثمارات المالية(الأسهم) في دولة الإمارات العربية المتحدة"، حيث استخدم الباحث أسلوب الارتباط التسلسلي (Serial Correlation) لتحليل العلاقة بين العائد على السهم في فترة زمنية محددة والعائد على نفس السهم في فترات زمنية سابقة وباستخدام فواصل زمنية (الأسبوع).

استنتج الباحث بأن أسعار الأسهم في السوق ترتبط ارتباطا كبيرا ببعضها البعض في فترات زمنية متتالية وان هذا الارتباط يعتبر جوهريا، مما يشير إلى عدم استقلالية تغيرات أو تحركات الأسعار من فترة زمنية لأخرى، أي أن السوق الكفء غير موجود حتى في شكله الضعيف.

بينما اختلف بحث (Brown and Easton،1989) عن باقي الدراسات بتحليلها لكفاءة سوق لندن لسندات دين الحكومة البريطانية الموحدة للفترة بين 1821-1860 عن طريق أسلوب الارتباط التسلسلي واختبارات رنز(Runs tests)، حيث أظهرت هذه الدراسة تمتع سوق لندن بالكفاءة في الشكل الضعيف في القرن التاسع عشر مما مهد الطريق لدراسة أثر تمتع هذا السوق بالكفاءة في الماضي على طبيعة وكفاءة السوق الحالي.

وفرت نظرية السوق الكفء المبادئ النظرية لدراسات جمة في فترة السبعينات والثمانينات، وكانت معظم نتائج الدراسات متناسقة مع هذه النظرية. وبينما ركزت معظم دراسات السبعينات على التنبؤ بالأسعار بناءا على الأسعار السابقة، ركزت دراسات الثمانينات على التنبؤ بأسعار الأسهم بناءا على متغيرات كتوزيعات الأرباح((Fama and French, 1988 ،معدل سعر السهم على عائد السهم(Campbell and Sheller,1987) .

بعد الثورة العلمية والبحثية في السبعينات و أوائل الثمانينات المعتمدة على نظرية السوق الكفء، تبعها في التسعينات دراسات أكثر حذرا وشككت معظمها بالدراسات السابقة المعتمدة على نظرية كفاءة السوق، وبدأت تسال أذا ما كانت المعلومات أو الإعلانات الحكومية هي المصدر الرئيس لتحركات الأسهم.فمثلا لم تجد دراسات (Roll,1988-Cutler,Poterba and Summers,1989)[xii] أي علاقة ضعيفة، إن وجدت، بين إصدارات المعلومات حكومية و تحركات الأسهم.

3-2-2 الجدل الحالي

نستطيع القول بأن هنالك دلائل تشير إلى أن أسعار الأسهم قد يتنبأ بها بدرجة عالية من الثقة، وبأن هنالك رأين متضادين لتفسير سلوك تحركات الأسهم. المؤيدون لنظرية السوق الكفء، والمعارضون لها والذين يجادلون بأن التنبؤ بأسعار الأسهم يعكس عوامل نفسية، تحركات اجتماعية، تحركات غير عقلانية من قبل بعض المستثمرين(تجار ضوضائيين)، أو بولع مؤقت من قبل بعض المستثمرين.

1-3-2-2 دلائل ضد نظرية السوق الكفء

أصبحت نظرية السوق الكفء محل جدل كبير خاصة بعد ظهور علامات شذوذ في أسواق رأس المال. ومن ابرز ظواهر شذوذ الأسواق ما يلي:

أ) تأثير شهر كانون الثاني/يناير

أول من سجل دلائل على ارتفاع متوسط العوائد لشهر كانون الثاني بالمقارنة مع باقي الأشهر كان(Rozeff and Kinney,1976) ، فعند استخدام عوائد الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك من عام 1904 إلى 1974، وجد الباحثان أن معدل عوائد شهر كانون الأول كان 3.48% بالمقارنة مع معدل 0.42% لباقي الأشهر.

كما أثبتت دراسات أحدث نسبياً صحة تأثير شهر كانون الثاني على معدل العوائد ومنها (Bhardwaj and Brooks, 1992) للأعوام من 1977-1986، و(Eleswarapu and Reinganum,1993) للأعوام من 1961-1990. ووجد تأثير شهر كانون الثاني في دول أخرى (Gultekin and Gultekin, 1983) .

ب) تأثير نهاية الأسبوع/ تأثير يوم الاثنين

قام (French1980) بتحليل العوائد اليومية للأسهم بين الفترة 1953-1977 ووجد بان عوائد يوم الاثنين قد تميل إلى السلبية بينما هي موجبة بالمقارنة مع باقي أيام الأسبوع، ولاحظ الباحث بأن الميول السلبية للأسهم في يوم الاثنين هي ليست بسبب تأثير الإغلاق العام في سوق الأسهم، بل بسبب نهاية الأسبوع. ففي هذه الحالة يعتبر شراء الأسهم يوم الاثنين وبيعها يوم الجمعة من أفضل استراتيجيات التجارة وأكثرها ربحا. وفي نفس الاتجاه، فقد قام الباحثان (Agrawal and Tandon,1994) بدراسة الأسهم الأجنبية ووجدوا

علاقة معنوية سلبية ليوم الاثنين في تسع دول بينما وجدوا علاقة موجبة للعوائد ليوم الجمعة في سبعة عشر دولة من الثماني عشر المدروسة.

ت) . التأثير الموسمي

تأثير العطلات ونهاية الشهر هي من التأثيرات المدروسة جيدا وبعمق، فقد وجد (Lakonishok and Smith, 1988) بان معدل عوائد الأسهم الأمريكية هي أعلى في نهاية الشهر، التي عُرّفت بأنها أول وأخر ثلاث أيام من الشهر. (Ariel,1987) أيضا استنتج بأن العوائد تميل إلى الارتفاع في أخر أيام الشهر.دراسات -Hansel and Ziemba,1996) Kunkel and Compton,1998)أثبتت بان إرباحا غير طبيعية يمكن اكتسابها عن طريق استغلال هذا الشذوذ الموسمي.بالإضافة إلى هذا، فقد وفرت دراسات الباحثين السابقين دلائل على أن العوائد للأيام التي تسبق العطل هي الأعلى.

ث) تأثير المنشآت الصغيرة

اصدر الباحث(Banz,1977) واحدة من أول الدراسات المتعلقة بتأثير حجم المنشأة على العوائد، فتحليله للفترة ما بين 1936-1975 أظهر بان عوائد إضافية كان من الممكن ربحها أذا تم الاستثمار في منشآت رأسمالها صغير.

ج) أثر توافر المعلومات

قسمت المؤسسات التي تقدر أداء الشركات بناءا على مدى توفر المعلومات العامة، الشركات إلى خمسة مراتب. وخلال الفترة من 1965-1970، كانت عوائد الشركات للمستثمرين متطابقة مع المستوى الممنوح لهذه الشركات؛

فالشركات الأعلى مستوى حققت عوائد لمستثمريها بشكل أعلى من الشركات دونها.

ح) تأثير مقياس ستاندرد أند بور

وجدت أبحاث (Harris and Gurel,1986-Shleifer,1986) ارتفاعا مفاجئا لأسعار الأسهم إلى حوالي 3% عند الإعلان عن ضم هذه الشركات إلى مقياس S&P 500. أي أن ارتفاع أسهم الشركات لم يأتي بسبب معلومات جديدة بحسب نظرية السوق الكفء، بل بسبب دمج أسهم هذه الشركات في مقياس آخر.

خ) حالة الطقس

الجو المشمس يضع الناس في مزاج عام أفضل، و هذا يجعلهم يتخذوا قرارات وأحكام متفائلة فقد اظهر (Saunders,1993) بأن مقياس نيويورك للأسهم((NYSE Index يميل إلى السلبية عند الجو الغائم والممطر. كما وجد (Hirsheifer and Shumway,2001)عند تحليلهم بيانات لستة وعشرين بلدا بين الأعوام 1982–1997 بأن عوائد الأسهم مرتبطة ايجابيا بأشعة الشمس في معظم دول دراستهم.

سميت هذه الظواهر بالشاذة لعدم قدرة نظرية السوق الكفء السيطرة على تفسيرها، ولكنها أثبتت بأن المعلومات وحدها ليست المسئولة عن التغيرات في أسعار الأسهم. ويتطابق هذا التطور مع فلسفة Kuhn (1970) بأن العلم يبدأ مع ازدياد معرفتنا بالشذوذ المحيط بالمسألة.

2-3-2-2 نظريات بديلة لسلوك السوق المالي

أ) اختبارات التطاير، الولع المؤقت، والتجارة الضوضائية

صممت اختبارات التطاير لاختبار عقلانية سلوك السوق المالي عن طريق فحص العلاقة بين التطاير في قيمة الأسهم بالمقارنة مع التطاير في المتغيرات الأساسية المؤثرة على هذه الأسهم. و قد كان أول من استخدم هذه الاختبارات معاً الباحثان (Leroy and Porter, 1981) و (Shiller,1981) .

فقد اختبر Sheller نموذجاً يقدر فيه قيمة الأسهم على أنها القيمة الحالية المتناقصة للأرباح المستقبلية، كما استخدم Leroy and Porte نموذج مشابهاً لكن على سوق السندات، أظهرت نتائج هذه الدراسات على وجود تطاير معنوي في كلا السوقين. أي أن تقلب القيمة الحقيقية للسهم هي اكبر من التغير في المتغيرات الأساسية المؤثرة على سعر السهم، و وضح Sheller بأن السبب في ذلك هو التقلبات النفسية التي تطرأ على المستثمرين في السوق. كما و أكد وجود حالة تطاير بحد مرتفع في السوق من قبل دراسات (Cochrane, 1991- West, 1988-Campbell and Sheller, 1987). قد أكدت نتائج اختبارات التطاير على أن التغير في أسعار الأسهم هي ليست بسبب التوقعات العقلانية للمستثمرين، بل بسبب سلوك غير عقلاني لبعض المستثمرين الذين أطلق عليهم من قبل (Shleifer and Summers, 1990) بالتجار الضوضائيين. أي أن حركة الأسهم لا تستجيب للمعلومات فقط، بل أيضا للتغير بالآراء والتوقعات غير المبررة بالمعلومات المتوفرة.

ب) سلوك المستثمرين

أثبتت الدراسات النفسية أن لدى بعض الأفراد تحيز في تحليل البيانات والمعلومات وأن والعديد منهم يخطأ في التحليل أو يعتمد على تحليل آخرين.

بالإضافة إلى ذلك، فأن كيفية نشر المعلومات و وقت نشرها يلعب الدور الأكبر في تحديد حركة السهم(Huber man and Regev, 2001)

بحث Sheller(1991) سلوك الأفراد، المؤسسات، والسماسرة خلال أزمة أكتوبر 1987 عن طريق المعلومات الأولية والتي أظهرت بأن معظم المتاجرة تمت بسبب تحركات في الأسعار وليس بسبب ظهور معلومات أساسية جديدة.

يمكننا القول بأن السنوات الماضية شهدت موجة جديدة من الباحثين الذين أثبتوا بأن سعر السهم قد يختلف عن السعر العادل بسبب تأثيرات نفسية أو موجات ولع من قبل بعض المستثمرين، أو بسبب المستثمرين الضوضائيين على حد زعم Shleifer and Summers, 1990

3-2 العلاقة بين السوق المالي و المتغيرات الاقتصادية

بما أن نشاط الشركات المتداولة في الأسواق المالية تمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي للدولة، فأن مؤشرات الأسواق المالية قد تكون في الواقع مرآة للحالة الاقتصادية العامة في الدولة.

يبين هذا الجزء من الدراسة العلاقة بين السوق المالي والمتغيرات الاقتصادية الأساسية كالأرقام القياسية للأسعار، عرض النقد، الناتج الإجمالي القومي، أسعار الفائدة، التسهيلات الائتمانية الممنوحة ، أحجام التداول، الرقم القياسي لاسعار المستهلك، وأسعار الصرف.

شغلت علاقة السوق المالي بالمتغيرات الاقتصادية أفكار العديد من الباحثين، فوجد (1981,Fama) علاقة إيجابية بين عوائد الأسهم مع بعض المتغيرات الاقتصادية كالناتج القومي الإجمالي،عرض النقد، والمصروفات الرأس مالية. بينما أظهر بحث (Chen,Rolland Ross,1986) وجود ارتباط بين عوائد الأسهم ومتغيرات اقتصادية أخرى كالتضخم، أسعار الصرف والفائدة، عرض النقد، والإنتاج الصناعي.بعدها ظهرت دراسات اهتمت بنفس الموضوع وفي دول وأسواق مختلفة كدراسات (Dhakal, Kandil and Sharma,1993) و (Abdullah and Hayworth,1993) في الولايات المتحدة، (Cheng,1995) في المملكة المتحدة،(Brown and Otsuki,1990) في اليابان، وأخيرا دراسات (-Nasseh and Strauss,2000-Kiranand,1999 Wongbangpo and Sharma,2002) التي بحثت العلاقة بين الأسواق المالية والمتغيرات الاقتصادية في خمس دول أسيوية.

هدفت دراسة (البدري و الخوري،1997) إلى معرفة مدى العلاقة بين التغير في أسعار الأسهم المتداولة في سوق عمان المالي والتغير غير المتوقع في العوامل الاقتصادية الكلية باستخدام نموذجين قياسيين، وبالاعتماد على معلومات فصلية خلال الفترة 1978-1994، توصلت الدراسة من خلال التقديرات القياسية للنماذج المعروضة إلى أن هناك علاقة بين التحركات غير المتوقعة في بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية وبين تحركات أسعار الأسهم في سوق عمان المالي. وقد أتضح أن أهم متغيرين يؤثران وفق هذه الدراسة هما الرقم القياسي لأسعار المستهلك والرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي.

إلا أن هذه الدراسة لم تجد تأثيرا كبيرا بين تحركات أسعار الأسهم ومتغيرات اقتصادية كعرض النقود وأسعار الفائدة. وهذه هي نفس نتيجة دراسة سابقة(للخوري _سيفليك 1991).

أما دراسة (الزعبي 1999) ، التي استخدمت نموذج قياسي تم تقديره باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية(OLS) لمعرفة مدى أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية(النمو في الناتج القومي الإجمالي،سعر الفائدة، سعر الصرف،والنمو في عرض النقد، وإبطاء مؤشر السوق لفترة سابقة كمتغيرات مستقلة، ومؤشر الرقم القياسي العام كمتغير تابع) على مؤشر سوق عمان المالي،فقد توصلت إلى أن سوق عمان المالي يستجيب للمتغيرات الاقتصادية الكلية مجتمعة، أما عند دراسة كل متغير على حدة، فقد تبين أن قيمة t غير معنوية للمتغيرات السابقة، باستثناء مؤشر السوق لفترة سابقة.

اما دراسة (Achsani & Strahe, 2001) توضح العلاقة السببية بين المتغيرات الاقتصادية والعائد على الأسهم من خلال استخدام نموذج تصحيح الخطاء على سوق تبادل الأسهم في إندونيسيا (جاكارتا) . وقد اظهرت الدراسات السابقة بان العائد على الأسهم في جاكارتا تكون متكاملة مع ثمانية متغيرات اقتصادية كلية ونقدية مثل (التضخم ، عرض النقد ، معدل سعر الصرف ، أسعار النفط العالمية ، الناتج المحلي الإجمالي ، الصادرات ، معدلات استدعاء النقود، ومعدلات الفائدة طويل الآجل. وتبين بعض الدراسات ان المتغيرات الاقتصادية مثل (التضخم المتوقع وسعر الفائدة واسعار الصرف وعرض النقد) لا ينعكس في اسعار الاسهم وحجم التداول، حيث كانت العلاقة بين المؤشرات الاساسية لسوق والمتغيرات الاقتصادية ضعيفة (Shamia & Talafha,1989)

في دراسات أخرى استخدمت مجموعة من المتغيرات الاقتصادية مثل الرقم القياسي للإنتاج الصناعي والناتج المحلي الإجمالي وعرض النقد الممثل للسياسة النقدية، وسعر الفائدة الاسمي والإنفاق الحكومي الممثل للسياسة المالية، وسعر الفائدة على الودائع وأجمالي الصادرات الوطنية، كمتغيرات مستقلة أما المتغيرات التابعة فتمثلت بحجم التداول وعدد الأسهم والرقم القياسي المرجح لأسعار الأسهم، وجدت أن كلاً من مرونة الناتج المحلي الإجمالي ، ومرونة السياسة النقدية ، ومرونة سعر الفائدة، ومرونة الصادرات في الآجل الطويل تؤثر على زيادة حجم التداول بنسب مختلفة. أما مرونة الرقم القياسي للإنتاج الصناعي، ومرنة الفائدة على الودائع، والسياسة المالية في الآجل الطويل تؤثر على نقصان حجم التداول في سوق عمان المالي. كما أن مرونة الناتج المحلي الإجمالي، ومرونة الفائدة على الودائع، ومرونة السياسة المالية وسعر الفائدة الاسمي في الآجل الطويل تؤثر على زيادة عدد الأسهم في السوق المالي. أما مرونة الرقم القياسي للإنتاج الصناعي، ومرونة السياسة النقدية، ومرونة الصادرات في الآجل الطويل تؤثر على نقصان عدد الأسهم بنسب مختلفة(2003، هيلات).

واخيرا دراسة (Islam and Watanapalachaikul,2002) التي حاولت تقييم أسعار الاسهم و تقدير العلاقة بين تحركات الاسهم والمتغيرات الكلية في تايلاند من خلال استخدام نموذج متعدد العوامل على الشكل التالي:

$$Y=\beta0+(\beta1)(IR)+(\beta2)(BND)+(\beta3)(FX)+(\beta4)(PE)+(\beta5)(MC)+(\beta6)(CPI)+ei \quad ....(7)$$

حيث ان:

CPI: الرقم القياسي لأسعار المستهلك

FX: سعر الصرف

IR: سعر الفائدة

PE: مضاعف الربح

BND: السندات

MC: الحجم السوقي للشركات المدرجة

اظهرت نتائج الأختبار وجود علاقة قوية ومعنوية طويلة الأمد(Rsquared=98.7%) بين أسعار الاسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية الستة أعلاه بين أعوام 1992-2000،علما بأن هذه المتغيرات الاقتصادية الست قد أختيرت من النتائج المعنوية لتسلسل البيانات عن طريق (Augmented Dickey-Fuller Test)،ومن النتائج المعنوية لأختبار الدمج(Cointegration Test) لتحديد أهمية كل عامل منها. ومن الجدير ذكره بان كل متغير اقتصادي من المتغيرات الستة هو ضمن سوق مالي، وأذا جمعت جميعها شكلت السوق المالي التايلاندي.

الفصل الثالث

3- تطور السوق المالي الفلسطيني وأداءه

1-3 نشأة وأهداف السوق

تأسس سوق فلسطين للأوراق المالية في العام 1995 في مدينة نــابلس بمبــادرة مــن شــركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو) كشركة مساهمة خاصة. في نهايــة العــام 1996 وقعــت الشركة اتفاقية تشغيل مع وزارة المالية اعطيت من خلاله الــصلاحيات الرقابيــة و التنفيذيــة اللازمة لتنفيذ أعمالها وقد كانت بداية السوق متواضعة ولكنها متنامية من حيث عدد الــشركات المدرجة وعدد شركات الأوراق المالية الأعضاء وحجم التداول. حيــث بلــغ عــدد الــشركات المدرجة بالسوق مع نهاية منتصف العام 1997 ثلاث عشرة شركة مدرجة، فيمــا بلــغ العــدد ثمانية وعشرين شركة بنهاية العام 2005، وتنضوي الشركات المدرجة بالسوق تحت خمــسة قطاعات اقتصادية هي البنوك والتامين والخدمات والاستثمار والصناعة، فيما تدخل اثنى عشرة شركات منها في عينة احتساب مؤشر القدس. للمزيد حول مؤشرات تطــور ســوق فلــسطين للاوراق المالية، أنظر الملحق رقم (11)

قبل إنشــــاء السوق الفلسطيني للأوراق المــــالية، كان التعامل بالأوراق المالية معرضــــاً الى عمليات الاختيـــال و التلاعــب حيث كان صرافوا النقود هــم الــذين يلعـــبون دور الوســـاطة بين البائع و المشـــتري و كان الا تصـــال بالــشركة المـســـاهمة العامــة لأغراض بيع أو اقتناء الأسهـــم يتم من خلالهم.

تهدف إقامة السوق إلى توسيع قنوات الاستثمارات المحلية، واستقطاب رؤوس الأموال الخارجية عبر سوق نظامية تكفل سلامة التعامل بالأوراق المالية والشفافية وحمايـــة المـــستثمر. وتعمـــل السوق على تحقيق أهدافها عبر توفير أنظمة تداول ورقابة وتسوية وتحويل ونقل لملكية الأوراق المالية تضمـــن سرعة ودقة إنجاز صفقات البيع والشراء.وتلزم السوق بوضع أســس للتـــداول تضمن العدالة والتساوي بين جميع المتعاملين بالأوراق المالية لخلق فـــرص متكافئـــة لجميـــع المستثمرين في الربح والخسارة. كما يهدف السوق إلى توفير أكبر قدر من الاستقرار في حركة الأسعار بحيث يتم صعود وهبوط أسعار الأوراق المالية بشكل منتظم وتدريجي.

3-2 الأدوات الاستثمارية السائدة في سوق فلسطين للأوراق المالية

يعتبر سوق فلسطين للأوراق المالية أرضاً خصـــبة لطرح كافة أشكال الأوراق المالية للجمهور من النواحي القانونية والإجرائية والفنية ، و مع ذلك يقتصر التداول في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية فقط، أما غيرها من الأدوات كالسندات فلم يتم تداولـــــها في السوق بعد.

3-3 مؤشر السوق (مؤشر القدس)

في تموز من العام 1997 اعتمدت سوق فلسطين للأوراق المالية رقماً لقياس مستويات أســـعار الأسهم وتحديد الاتجاه العام لها عرف باسم مؤشر القدس، يعطي مؤشر السوق فكرة عامة عـــن اتجاه أداء السوق، حيث يمثل المقياس الذي يتعرف المستثمر من خلاله على نبض السوق لتحديد اتجاه قوى البيع أو الشراء، والمستوى العام للارتفاع أو الانخفاض في أسعار الشركات المدرجة في السوق. إضافةً إلى ذلك يستفاد من المؤشر في توقع مستقبل السوق بـــشكل أدق، خـــصوصاً عند تحديد العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية في المؤشر.

وقد احتسب مؤشر القدس على أساس الترجيح بالقيمة لسوقية الشركات، ويقوم على احتساب التغير في أسعار أسهم الشركات الداخلة في احتسابه مرجحاً بالوزن النسبي لها. وتم في حينه اختيار عينة مكونة من عشر شركات مدرجة، موزعة على جميع القطاعات الاقتصادية المعرفة في السوق، وقد اعتمدت أسعار إغلاق جلسة تداول 1997/7/7 كنقطة أساس بحيث حددت قيمة الرقم الأساسي 100 نقطة.

هذا وتتغير عينة الشركات الداخلة في احتساب مؤشر القدس سنوياً في مطلع كل عام، لتضم العشر شركات الأكثر نشاطا خلال العام السابق من خلال عدة معايير تشمل؛ قيمة الأسهم المتداولة، عدد الأسهم المتداولة، عدد الصفقات، عدد أيام التداول، بالاضافة الى معدل دوران السهم والقيمة السوقية.

في عام 1999 احتلت سوق فلسطين للأوراق المالية المركز الأول بين البورصات العربية من حيث نمو مؤشرها "مؤشر القدس" الذي نما بنسبة 53%، وكادت أن تحقق إنجازاً مماثلاً في العام التالي لولا الظروف العصيبة التي ألمت بجميع نواحي الحياة الفلسطينية، والتي استمرت السوق بالعمل على الرغم منها، مما عزز مكانتها وثقة الجمهور بها. وبعد الاستقرار النسبي الذي شهدته الأراضي الفلسطينية، عادت السوق للنمو لتحقق إنجازاً متميزاً خلال العام 2005، حيث نما مؤشر السوق بنسبة 306.6% ليحقق المرتبة الأولى عالمياً. علما بأنه يتم التداول في السوق بعملتين هما الدينار الأردني والدولار الأمريكي.

3-4 التداول في الأوراق المالية

يتم التداول في سوق فلسطين للأوراق المالية من خلال شركات الأوراق المالية الأعضاء في السوق، والتي تسمى عادة "شركات الوساطة". ولضمان نزاهة بيئة العمل الحاكمة لعمل هذه الشركات قامت السوق بوضع أنظمة تحكم تعامل هذه الشركات مع السوق ومع بعضها ومع الشركات المدرجة ومع المستثمرين أيضاً.

ولأجل ذلك عكفت السوق وقبل أن تعقد أولى جلسات تداولها في الثامن عشر من شباط لعام 1997، على تجهيز أفضل الأنظمة الإلكترونية، في حينه، بذلك كانت أول سوق عربية تتبنى أتمتة جميع عملياتها سواء المتعلقة بالتداول أو بإيداع وتحويل الأوراق المالية.

3-5 نمو سوق فلسطين للأوراق المالية

في العام 1997، بلغ عدد الأسهم المتداولة في السوق المالي الفلسطيني الجديد حوالي 10 مليون سهم بقيمة 17.8 مليون دينار أردني تمت من خلال 1957 صفقة في 66 جلسة تداول. في ذلك الوقت كانت عدد الشركات المدرجة 17 وعدد شركات الوساطة ثلاث فقط.

نمت المؤشرات جميعا في العام اللاحق، حيث ازدادت عدد الأسهم المتداولة وقيمتها في عام 1998 68% و173% على التوالي، وارتفعت جلسات التداول52% إلى 100 جلسة وعدد الصفقات 290% إلى 7639 مع دخول شركتين إلى السوق المالي وظهور شركتين جديدتين للوساطة.

حمل العام 1999 نمو في جميع المؤشرات لكن بنسبة أقل من العام السابق باستثناء الأسهم المتداولة التي نمت أعلى من 1998 وبنسبة 311% و عدد الشركات والتي وصلت إلى 22 شركة مع ست شركات وساطة مالية.

في عام 2000، نمت جميع المؤشرات بنسب تتراوح بين 5و90%، فارتفع عدد الأسهم المدرجة إلى 93 مليون سهم بقيمة 134 مليون دينار تمت من خلال 211 جلسة تداول تقريبا 20 ألف صفقة.

تأثر السوق المالي الفلسطيني بشدة عند تفجر الانتفاضة الثانية، فانخفضت عدد الأسهم المتداولة وقيمتها بسبب انخفاض عدد جلسات التداول والعقود في عام 2001.

شهد العام 2002 أسوء أيام السوق المالي الفلسطيني، فانخفضت جلسات التداول إلى 100 جلسة مع انخفاض عدد الصفقات إلى نصف صفقات العام السابق، مما أدى إلى انخفاض جميع المؤشرات بنسب 38 إلى 44%.

بدأ تحسن مؤشرات السوق المالي الفلسطيني في العام 2003، وظهرت علامات تحسن على أداءه. فعادت علامات الارتفاع منذ 2003 بالتوالي، فارتفعت الأسهم المتداولة بنسبة 116% والقيمة إلى 29% مع ارتفاع عدد التداول والصفقات بأكثر من 120% مع بقاء عدد الشركات المدرجة ثابت.

استمرت علامات التحسن والأداء القوي بالظهور في 2004، مما دفع بظهور شركة وساطة جديدة بعد خمس أعوام من استقرار أعدادها. وارتفعت أعداد الأسهم المتداولة لتكسر

حاجز 100 مليون سهم بقيمة 142 مليون دينار أردني، من خلال 244 جلسة تداول و تقريبا 27 ألف صفقة.

يعتبر العام 2005 تاريخي لسوق فلسطين المالي بازدياد مؤشر السوق 300%. فارتفعت الأسهم المتداولة إلى 370 مليون سهم تقريبا مع قيمه تفوق 1.4 مليار دينار أردني بارتفاع 945% عن العام السابق من خلال ازدياد عدد الصفقات 511%.

انخفضت مؤشرات السوق المالي الفلسطيني بعد الارتفاع الهائل لعام 2005. فانخفضت أعداد الأسهم المتداولة إلى 222 مليون سهم بقيمة تفوق 750 مليون دينار، مع العلم بأن عدد الشركات ارتفع بمقدار خمس شركات لتصل إلى 33 شركة في نهاية عام 2006.

3-6 دور الوساطة في البورصة

يلعب الوسيط دوراً حيوياً في أسواق المال المختلفة حيث لا يمكن للمستثمر عقد عمليات بيع أو شراء للأوراق المالية إلا من خلال شركة الوساطة أو وسيط معتمد يعمل لحسابه.

تلعب شركات الوساطة والوسيط المعتمد دورا مركزيا في علاقة المستثمر مع السوق، وتنفيذ قرارات المستثمر ومتابعة التطورات على محفظته الاستثمارية، واستمرار إطلاعه على المعلومات والدراسات والاستشارات التي تؤهله لاتخاذ قراراته الاستثمارية بعيدا عن الارتجال أو قلة المعرفة بالمراكز المالية للشركات.

3-7 شركات الوساطة

من المفترض أن يتوافر دائما لدى شركات الوساطة تقارير دورية وبحوث وتحليلات على شكل نشرات تطلع العميل على آخر التطورات في السوق وفرص الاستثمار الجيدة والمعلومات المالية المؤثرة.

كما يجب أن تكون التوصية بالشراء أو بالبيع أو بالاحتفاظ بورقة مالية معينة مبنية على الدراسة والتحليل بأن هذه الورقة المالية مناسبة للعميل بناء على مركزه المالي واحتياجاته وأهدافه الاستثمارية ودرجة ثقافته، لا أن تكون مجرد نصيحة مبنية على شائعات متداولة في السوق أو معلومات غير صحيحة. لذلك لابد للعميل الحصول من شركة الوساطة على نسخ من البحوث والدراسات والتحليلات التي استندت عليها في توصيتها له.

8-3 الاتصال الجيد بين المستثمر وبين شركة الوساطة

إن نوعية وجودة الخدمة المقدمة من شركات الوساطة تتوقف على ما رسخ بين العميل وبين الوسيط عند انشاءالحساب لأول مرة.

إن مدى اتصال الوسيط بالعميل يتناسب مع حجم محفظة الخاصة به، فالعميل الذي يحتفظ بأسهم من أجل استثمار طويل الأجل يهدف إلى النمو، لن يحتاج غالبا إلى الاتصال بالوسيط أكثر من مرة أو مرتين سنويا. وعلى العكس إذا كانت المحفظة مكونة من أسهم للنمو أو المضاربة (التداول اليومي) تحتاج العملية لرقابة أكثر في هذه الحالة، والوسيط النشط في الحالة سيقوم بالاتصال لأكثر من مرة أسبوعياً بالعميل.

9-3 التقارير المالية للشركات المدرجة

يتم الحصول على معلومات والتقارير السنوية (القوائم المالية مثل الميزانية، وقائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية) التي تصدر عن الشركات، فالوسيط الخاص بالعميل يمكنه الحصول على نسخة من تلك التقارير، التي غالبا ما تحتوي على القوائم المالية للشركات التي توضح نتائج أعمالها

وتوضح أدائها السابق وأدائها المتوقع، كما توضح المنتجات أو الخـدمات الجديـدة للـشركة، وظروف القطاع الذي تنتمي إليه الشركة.

10-3 وسائل الإعلام

تنشر الصحف معلومات في مجال المال والأعمال وعن الاستثمار في السوق، وغالبا ما تحتوي هذه المعلومات على جداول لأسعار الأسهم ومعلومات أخرى مثل التوزيعات ونسب النمو ونسب الربحية وتغييرات الأسعار والأسهم المدرجة في السوق. كما تضم أيضا معلومات عن بعـض الشركات العالمية والأوضاع الاقتصادية العالمية والتي قد تفيد العميل.

11-3 الصفحة الإلكترونية لسوق فلسطين للأوراق المالية

تحتوي الصفحة الإلكترونية للسوق، وعنوانها www.pse.ps، على العديد من البيانات التـي تهم المستثمرين، حيث تتضمن الصفحة شاشة لعرض جلسة التداول بشكل مباشر وكذلك آخـر أخبار السوق والشركات المدرجة، معلومات عامة عن جميع الشركات المدرجة وجميع الوسطاء، بيانات مالية للشركات المدرجة وكذلك بيانات إحصائية لهذه الشركات.

الفصل الرابع

4- المنهجية والتحليل القياسي

1-4 المقدمة

يستعرض هذا الفصل في محتواه منهجية الدراسة المستخدمة، ابتداء بالتعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة مرورا بالأساليب القياسية المستخدمة لضمان مصداقية النتائج من خلال فحص استقرار البيانات وإمكانية وجود علاقة تكامل مشترك بينها, وتقدير العلاقة القياسية بين متغيرات الدراسة من اجل تحقيق أهداف هذه الدراسة كما و يستعرض آليات تحويل البيانات السنوية إلى ربعيه في حال عدم توفرها بالصورة المطلوبة.

2-4 استقرارية السوق

لاختبار استقرارية سوق فلسطين المالي سوف تعتمد هذه الدراسة على تقدير معامل بيتا من خلال استخدام نموذج السوق المستخدم في المعادلة رقم (2) ، بالاضافة الى اخذ مجموعة من الاسهم الفردية لبعض الشركات المدرجة في سوق فلسطين المالي، وتقدير بيتا لمعرفة مدى استقرار اسعار هذه الاسهم، وسنستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) في تقدير المعادلة (2)، بعد ان يتم اجراء اختبار مدى استقرارية البيانات المستخدمة من خلال اختبار ديكي فوللر الموسع (ADF) كما اسلفنا.

4-2-1 اختبار استقرار البيانات والعلاقات بين المتغيرات

تعتبر الكثير من السلاسل الزمنية غير مستقرة في المستوى (not integrated of order zero, I(0))، وهذا ما يجعل استخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) غير

مناسب (invalid)، حيث يمكن الحصول على قيم (R^2, t, F) مرتفعة لكنها لا تعطي معنى قياسي.

إذا كانت القيمة المحسوبة (القيمة المطلقة) اكبر من قيمة t الحرجة والمستخرجة من جدول (Mackinnon)، عندها يتم رفض فرض العدم القائل بعدم استقرار البيانات (He's = 0)، وقبول الفرض البديل والذي يعني أن السلسلة مستقرة في المستوى ومتكاملة من الدرجة صفر. عندئذ لا مانع من استخدام طريقة المربعات الصغرى. أما إذا كانت غير ذلك فان طريقة المربعات الصغرى ستؤدي إلى نتائج منحازة. ولتحديد متى تصل السلسلة إلى وضع الاستقرار يعاد الاختبار بعد اخذ الفرق الأول للسلسلة فإذا استقرت فان هذا يعني إنها متكاملة من الدرجة الأولى وهكذا (Gujarati, 2003).

ومن خلال اختبار استقرار المتغيرات المتمثلة بعوائد القطاعات وعائد محفظة السوق تم رفض جميع فرضيات عدم استقرار البيانات لان قيمة t المحسوبة اكبر من قيمة tالحرجة كما هو مبين في الجدول التالي.

جدول (1) نتائج اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) للمتغيرات المستخدمة في الدراسة

القطاع	القيمة الحرجة	Tالمحسوبة	فترة التباطوء	مستوى الاستقرار	مستوى الاستقرار
الخدمات	-3.4461	-8.916809	7	Level	1%
الاستثمار	-3.4460	-6.944126	6	Level	1%
التامين	-3.4460	-7.998902	5	Level	1%
الصناعة	-3.4461	-7.092505	6	Level	1%
البنوك	-3.4460	-8.439484	4	Level	1%
السوق	-3.4460	-8.362841	4	Level	1%

و بما أن المتغيرات أن جميع المتغيرات كانت مستقرة على المستوى تم تطبيق المربعات الصغرى (OLS) لتطبق المعادلة رقم (2) و كانت النتائج حسب الجدول رقم (2)

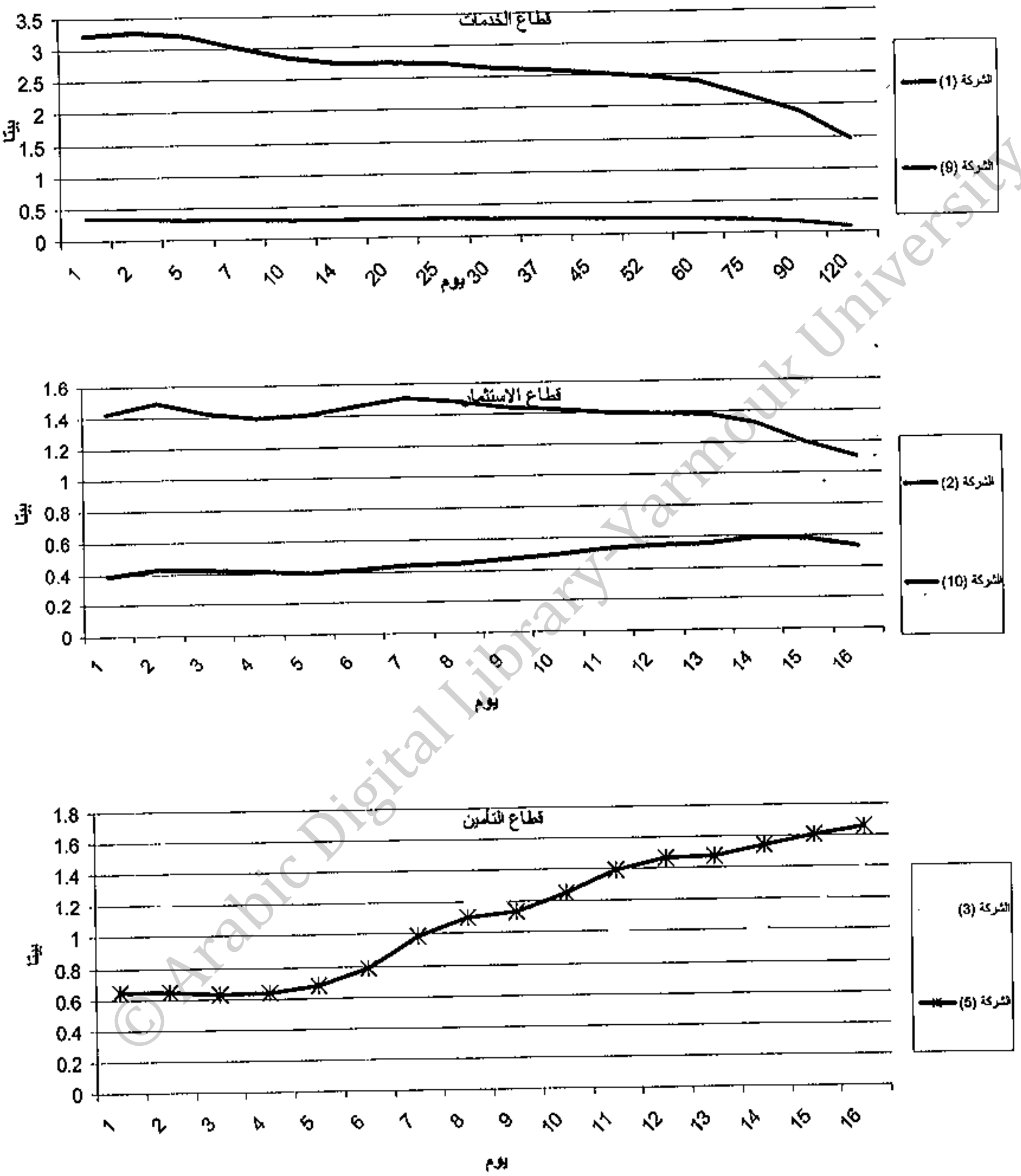
جدول (2) نتائج تقدير مؤشرات القطاعات (بيتا)

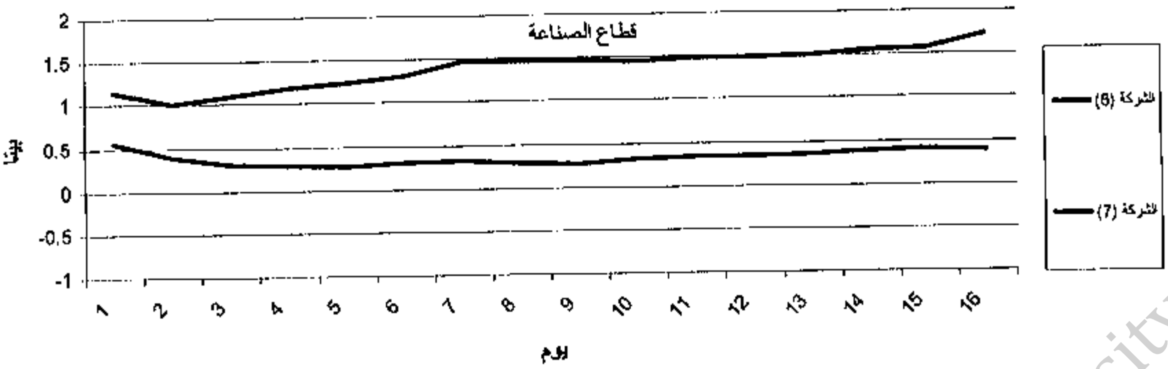
القطاع	الحد الثابت	بيتا (السوق)	T	R2
الخدمات	-0.000704	1.071918	36.05	0.725
الاستثمار	0.000597	1.359666	45.15	0.805
التامين	0.000478	0.149828	4.260	0.035
الصناعة	-0.000190	0.642963	26.41	0.586
البنوك	0.000154	0.556295	16.71	0.362

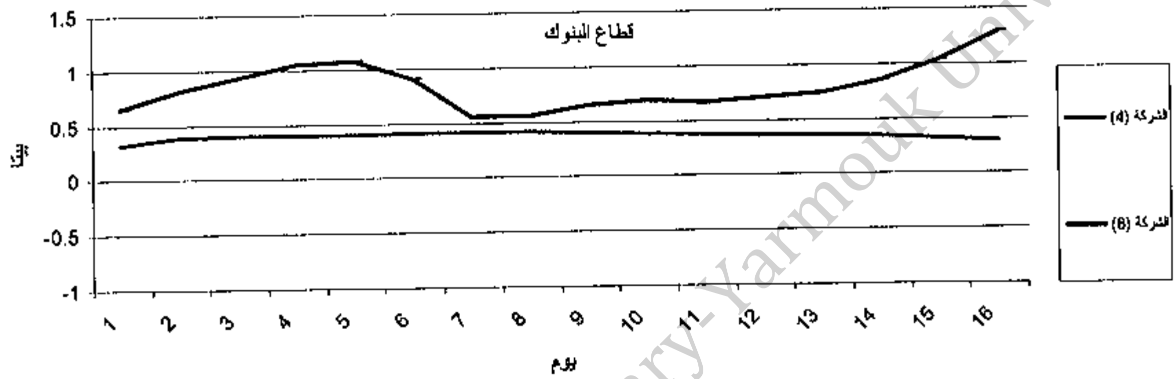
يبين الجدول رقم 2 أن بيتا لقطاعات السوق تراوحت بشكل كبير ما بين 0.14 إلى 1.35 و كانت جميعها ذات دلالة إحصائية.حيث كان قطاع الاستثمار هو القطاع الأكثر مخاطرةً أي أن قيمة التغير في مؤشر قطاع الاستثمار أكبر من قيمة التغير للسوق ككل و أما قطاع الخدمات فكانت قيمة بيتا 1.07 أي أن التغير في مؤشر قطاع الخدمات قريب جداً من التغير في المؤشر العام. أما الصناعة و البنوك فكانت قيمة بيتا 0.64 و 0.55 على التوالي دلالة على أن التغير في مؤشر هذه القطاعات أقل من المؤشر في حين كانت بيتا في قطاع التأمين تساوي 0.15 وهي صغيرة نسبياً و تمثل عدم ارتباط بين التغير في مؤشر التأمين و التغير في المؤشر العام.في حين لم تكن قيمة بيتا سالبة في أي من المعادلات السابقة دلالة على عدم وجود أي قطاع له اتجاه معاكس لاتجاه السوق.

كما وتم احتساب بيتا لشركات بشكل فردي ولفترات متعددة من يوم واحد الى 120 يوم وكانت نتائج بيتا كما هي مبينة في الشكل التالي:

الشكل رقم (1) نموذج تطبيق بيتا لأسهم فردية







يبين الشكل (1) رسم لقيمة بيتا لشركات منفردة تم احتسابها على أكثر من فترة ابتداء من يوم واحد انتهاء بـــ120 يوم، حيث كانت بيتا لمعظم الشركات مستقرة على طول الفترة في حين أظهرت بعض الشركات أن قيمة بيتا تتناقص مع زيادة الفترة ويعود ذلك إلى أن الشركة تعد من الشركات الرائدة في السوق ولها حصة عالية من القيمة السوقية للقطاع والسوق.

سلكت بعض الشركات سلوكا شاذا يتعارض مع مفهوم قياس بيتا المخاطرة، حيث أن قيمـــة بيتـــا كانت تتغير من بيتا (اقل من 1) إلى بيتا (اكبر من 1) ويعود السبب في هـــذا الـــسلوك إلـــى أن الشركات كانت تسجل استقرار في الأسعار لفترات طويلة، وذلك بسبب قلة التداول عليها، تمثلت هذه الظاهرة في قطاعي التامين والبنوك.

3-4 كفاءة السوق المالي

ولاختبار مدى كفاءة السوق المالي نستخدم نظرية Fama لتقدير الصيغة الضعيفة للسوق المالي وتحتاج هذه الطريقة إلى استخدام الارتباط الذاتي لتقدير العلاقة بين سعر السهم في الفترة الحالية

وفترة زمنية سابقة لنفس السهم حيث تم اختبار الأسعار اليومية لــ21 شركة مدرجة من خـــلال ADF-TEST من أصل 34 شركة مدرجة هي الأعلى تداولاً من حيث الحجم و القيمة و تبين أن 6 شركات فقط مستقرة هي الأقل تداولاً و الأحدث إدراجا أما أل 15 شركة التي تم تطبيـــق نظرية FAMA عليها فكانت من الشركات غير المستقرة على المســتوى كما هــو مبــين فـــي الجدول رقم (3)

اختبار ADF-TEST جدول(3) لأسعار اغلاقات 21 شركة مدرجة من أصل 36

درجة الثقة	T الحرجة	T المحسوبة	مستوى الاستقرار	المتغير	
10% Critical Value	-2.5682	-2.730683	LEVEL	AHC	1
10% Critical Value	-3.1297	-3.168331	LEVEL	ARAB	2
10% Critical Value	-2.5693	-2.805487	LEVEL	AZIZA	3
10% Critical Value	-2.5693	-2.639633	LEVEL	LADAEN	4
1% Critical Value*	-2.5672	-2.970461	LEVEL	PIBC	5
10% Critical Value	-3.1297	-3.196937	LEVEL	QUDS	6
1% Critical Value*	-2.5672	-16.74412	1ST DIF	VOIC	7
1% Critical Value*	-2.5672	-20.11564	1ST DIF	PRICO	8
1% Critical Value*	-3.9709	-14.87110	1ST DIF	PLAZA	9
1% Critical Value*	-3.9700	-14.98798	1ST DIF	AIB	10
1% Critical Value*	-3.9700	-15.90752	1ST DIF	AIG	11
1% Critical Value*	-3.4634	-6.432031	1ST DIF	BOP	12
1% Critical Value*	-2.5706	-8.415513	1ST DIF	BPC	13
1% Critical Value*	-2.5724	-8.043393	1ST DIF	GMC	14
1% Critical Value*	-2.5672	-15.60883	1ST DIF	JCC	15
1% Critical Value*	-2.5672	-16.13086	1ST DIF	JPH	16
1% Critical Value*	-2.6090	-3.554559	1ST DIF	MIC	17
1% Critical Value*	-3.9700	-15.77888	1ST DIF	NIC	18
1% Critical Value*	-3.9700	-14.45684	1ST DIF	PADICO	19
1% Critical Value*	-2.5672	-18.04925	1ST DIF	PALTEL	20
1% Critical Value*	-2.5688	-9.829630	1ST DIF	PIIC	21

و كانت نتيجة تطبيق النموذج المربعات الصغرى OLS Regression على البيانات اليوميــة كما هو مبين في جدول رقم (4)

جدول رقم (4) تقدير معامل فاما لكفاءة السوق في المستوى الضعيف

	C	1 lag	2 lags	3 lags	4 lags	5 lags	6 lags	12 lags	24 lags	50 lags	F-test
مؤشر القدس	33.77	1.15	-0.37	0.25	-0.18	0.10	0.01	-0.03	0.00	-0.01	458.86
(t)	(3.662)	(15.082)	-3.176	-2.153	-1.487	-0.867	-0.175	-0.861	-0.071	-0.614	
قطاع الخدمات	2.52	1.06	-0.2	0.12	-0.1	0	0.12	-0.05	0.03	-0.01	832.13
(t)	-4.237	-14.329	-1.842	-1.054	-0.919	-0.028	-1.549	-1.58	-1.21	-1.513	
قطاع الصناعة	2.74	1.122	-0.239	0.048	0.004	-0.084	0.076	0.023	0.015	-0.004	403.1
(t)	-2.009	-14.949	-2.107	-0.42	-0.038	-0.746	-0.991	-0.674	-0.616	-0.228	
قطاع التأمين	2.55	1.19	-0.27	0.15	-0.11	0.09	-0.11	0.07	0.01	-0.04	1736.19
(t)	-1.65	-15.274	-2.263	-1.235	-0.924	-0.759	-1.322	-2.121	-0.223	-1.899	
قطاع البنوك	1.907	1.282	-0.319	0.003	0.032	-0.044	0.033	-0.002	0.004	-0.012	625.399
(t)	-1.334	-16.4	-2.492	-0.026	-0.254	-0.35	-0.401	-0.059	-0.161	-0.902	
قطاع الاستثمار	2	1.18	-0.28	0.12	-0.06	0.01	0	-0.02	0.01	-0.01	511.4
(t)	-2.593	-15.715	-2.409	-1.032	-0.53	-0.118	-0.024	-0.691	-0.592	-0.801	
الشركة (1)	0.021	1.336	-0.303	-0.156	0.07	0.132	-0.089	-0.004	0.012	-0.012	3978.77
(t)	-2.622	-28.797	-3.91	-1.988	-0.886	-1.702	-1.767	-0.237	-1.109	-1.889	
الشركة (2)	0.061	0.99	-0.001	0.009	-0.017	0.014	0.009	-0.016	0	0.001	2308.21
(t)	-1.147	-21.234	-0.012	-0.136	-0.265	-0.217	-0.182	-0.684	-0.006	-0.142	
الشركة (3)	0.057	1.094	-0.009	-0.142	0.057	-0.003	0.013	-0.023	0.018	-0.02	1212.64
(t)	-1.427	-16.353	-0.088	-1.43	-0.58	-0.029	-0.188	-0.727	-0.868	-1.567	
الشركة (4)	0.068	1.261	-0.29	-0.078	0.117	-0.049	0.009	0.003	0.003	-0.009	4167.84
(t)	-2.147	-26.507	-3.689	-0.96	-1.471	-0.605	-0.169	-0.179	-0.221	-1.246	
الشركة (5)	0.004	1.107	-0.17	0.029	0.031	-0.024	0.028	-0.042	0.015	0.017	3614.54
(t)	-0.467	-19.832	-2.057	-0.354	-0.385	-0.292	-0.466	-1.637	-1.005	-1.73	
الشركة (6)	0.103	0.912	0.233	-0.166	0.018	0.029	-0.067	0.031	0.028	-0.02	1366.23
(t)	-2.379	-19.578	-3.702	-2.933	-0.276	-0.466	-1.337	-1.522	-1.622	-1.659	
الشركة (7)	0.099	1.016	0.023	0.007	-0.042	-0.059	0.039	-0.012	0.02	-0.006	2155.85
(t)	-1.813	-21.802	-0.343	-0.108	-0.63	-0.868	-0.77	-0.544	-1.413	-0.597	
الشركة (8)	0.102	0.839	-0.052	0.339	-0.146	0.089	-0.075	0.008	-0.007	-0.01	1979.04
(t)	-2.139	-17.996	-0.858	-5.604	-2.41	-1.463	-1.486	-0.289	-0.328	-0.897	
الشركة (9)	0.037	1.349	-0.4	0.04	-0.084	0.185	-0.08	-0.016	0.006	-0.008	7824.57
(t)	-2.12	-29.056	-5.151	-0.507	-1.057	-2.378	-1.571	-0.899	-0.515	-1.377	
الشركة (10)	0.078	1.18	-0.229	-0.115	0.156	-0.039	0.048	0.021	-0.026	-0.006	4302
(t)	-1.667	-25.277	-3.17	-1.579	-2.146	-0.541	-0.963	-0.882	-1.519	-0.732	
الشركة (11)	0.015	1.127	-0.143	-0.024	-0.035	0.017	0.046	0.031	-0.02	-0.007	4526.68
(t)	-1.284	-24.232	-2.033	-0.348	-0.5	-0.247	-0.931	-1.351	-1.228	-0.772	

يبين الجدول السابق أن مؤشر القدس يتأثر بثلاث فترات السابقة وبدلالة إحصائية عالية حيث كان معامل الفترة الأولى 1.15 كما كان معامل الفترة الثانية 0.37- ومعامل الفتـــرة الثالثـــة 0.25 وجميعهم ذات دلالة إحصائية في حين لم يكن تأثير الفترات الأخرى ذات دلالة إحصائية، كما أن

القيمة المطلقة للمعاملات تقل مع زيادة الفترة أشارة إلى ضعف نسبة تأثير الفترات مع زيادة الفترة الزمنية.

كما وتم تطبيق نموذج فاما على مؤشرات القطاعات فكانت ذات دلالة إحصائية لجميع القطاعات خلال الفترة الأولى والثانية كما وكان معامل الفترة الأولى ايجابي والفترة الثانية سلبي لجميع القطاعات، حيث كان معامل فاما لقطاع البنوك الأعلى في الفترة الأولى والثانية بينما كان معامل فاما لقطاع الخدمات هو الأصغر لنفس الفترة، كما أن معامل قطاع التأمين كان ذات دلالة إحصائية لفترات أكثر من القطاعات الأخرى حيث كان معامل فاما لقطاع التأمين في الفترة 12 , 50 ذات دلالة إحصائية، مشيرا أن أسعار أسهم الشركات المدرجة في هذا القطاع مرتبطة بأسعارها التاريخية لفترات أطول من الشركات في لقطاعات الأخرى وفي ما يلي تفصيل لشركات فردية تمثل القطاعات والمؤشر.

يتأثر سعر سهم الشركة(1) بسعر الفترة السابقة بمعامل 1.3355 كما و يتأثر سلباً بفترات التباطؤ(2 , 3 , 5 , 6 , 50) وبمعاملات (0.302- , 0.150- , 0.131 , 0.088- , 0.012-) حيث كانت فترات التباطؤ (4 , 24) غير ذات دلالة إحصائية في حين كان سعر سهم الشركة(2) يتأثر بسعر الفترة السابقة بمعامل 0.9904 ولكن فترات التباطؤ(2 , 3 , 4 , 5 , 6 , 24 , 50) كانت غير ذات دلالة إحصائية كذلك كان سعر سهم الشركة(3) يتأثر بسعر الفترة السابقة بمعامل 1.0941 ولكن فترات التباطؤ(2 , 3 , 4 , 5 , 6 , 24 , 50) كانت غير ذات دلالة إحصائية، كذلك كان سعر سهم الشركة(4) يتأثر بسعر الفترة السابقة بمعامل 1.2809 كما ويتأثر سلبا بمعامل 0.2895 لفترتين تباطؤ لكن فترات التباطؤ(3, 4 , 5 , 6 , 24 , 50) كانت غير ذات دلالة إحصائية، أما سعر سهم الشركة(5) يتأثر بسعر الفترة السابقة

بمعامل 1.1073 كما ويتأثر سلبا بمعامل 0.1703 للفترة الثانية تباطؤ ويتأثر إيجابا بمعامل 0.0174 لفترة تباطوء 50 يوم (10 أسابيع) لكن فترات التباطؤ(3 , 4 , 5 , 6 , 24) كانت غير ذات دلالة إحصائية حيث أن القيمة المطلقة لـ t المحسوبة اقل من 1.645 (نسبة خطاء 10%)

سعر سهم الشركة(6) يتأثر بسعر الفترة السابقة بمعامل 0.9117 كما ويتأثر إيجابا بمعامل 0.2333 لفترتين تباطؤ وسلبا بمعامل 0.1878 لثلاث فترات تباطؤ لكن فترات التباطؤ(4 , 5 , 6 , 24 , 50) كانت غير ذات دلالة إحصائية أما سعر سهم الشركة(7) يتأثر بسعر الفترة السابقة بمعامل 1.0156 ولكن فترات التباطؤ(2 , 3 , 4 , 5 , 6 , 24 , 50) كانت غير ذات دلالة إحصائية حيث أن القيمة المطلقة لـ t المحسوبة اقل من 1.645 (نسبة خطاء 10%).

كما يبين الجدول السابق أن سعر سهم الشركة(8) يتأثر بسعر الفترة السابقة بمعامل 0.838 ويتأثر إيجابا بمعامل 0.3389 بثلاثة فترات تباطؤ وسلبا بمعامل 0.1458 لأربع فترات تباطؤ لكن فترات التباطؤ(2 , 5 , 6 , 24 , 50) كانت غير ذات دلالة إحصائية حيث أن القيمة المطلقة لـ t المحسوبة اقل من 1.645 (نسبة خطاء 10%)

يبين الجدول السابق أن سعر سهم الشركة(9) يتأثر بسعر الفترة السابقة بمعامل 1.3486 ويتأثر سلبا بمعامل 0.4 لفترتان تباطؤ كما ويتأثر إيجابا بمعامل 0.1851 لخمس فترات تباطؤ لكن فترات التباطؤ(3 , 4 , 6 , 24 , 50) كانت غير ذات دلالة إحصائية في حين كان سعر سهم الشركة يتأثر بسعر الفترة السابقة بمعامل 1.1804 ويتأثر سلبا بمعامل 0.2287 لفترتان تباطؤ

كما ويتأثر إيجابا بمعامل 0.1558 لأربع فترات تباطؤ لكن فترات التبـــاطؤ(3 , 5 , 6 , 24 , 50) كانت غير ذات دلالة إحصائية كذلك كان سعر سهم الشركة يتأثر بسعر الفتـــرة الـسابقة بمعامل 1.3486 ويتأثر سلبا بمعامل 0.4 لفترتان تباطؤ كما ويتأثر إيجابـــا بمعامـــل 0.1851 لخمس فترات تباطؤ لكن فترات التباطؤ(2 , 5 , 6 , 24 , 50) كانت غير ذات دلالة إحصائية حيث أن القيمة المطلقة لــ t المحسوبة اقل من 1.645 (نسبة خطاء 10%)

4-4 العلاقة بين السوق المالي والمتغيرات الاقتصادية

حتى يتم اختبار العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية ومؤشر السوق المالي سـيتم اسـتخدام VAR (VECTOR AUTOREGRISSION) لربط مضاعف الـربح للـسوق MAPEi ونـسبة التضخم INFLRATEi والناتج المحلي الإجمالي GDPi ومجموع التسهيلات الائتمانية CRFA ومؤشر أسعار المستهلك CPI وسعر الصرف EXRATE وسعر الفائدة على الودائـع قـصيرة الأجل INTRATE مع مؤشر البورصة لسوق فلسطين المالي، وتصاغ المعادلة المراد تقـديرها على الشكل التالي:

$$INDEXi = \beta0 + \beta1\ (TRVALUE\ i) + \beta2\ (MAPEi) + \beta3\ (INFLRATEi) + \beta4\ (GDPi) + \beta5 (CRFA) + \beta6\ (CPI) + \beta7\ (EXRATE) + \beta8\ (INTRATE) + ei \quad ....(8)$$

جدول رقم (5) نتائج اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) للمتغيرات المستخدمة في الدراسة

المتغير	مستوى الاستقرار	Tالمحسوبة	القيمة الحرجة	مستوى الثقة	فترة التباطوء	DW	R2
TRADING VALUE	1st Diff	-2.923	-2.632	1%	2	1.91	58.4%
MARKET PE**	Level	-4.282	-3.623	1%	1	1.94	48.0%
INFLATIONRATE	1st Diff	-5.055	-4.232	1%	2	1.95	72.0%
INDEX	1st Diff	-3.980	-2.630	1%	1	1.96	40.6%
GDP**	Level	-2.903	-2.609	10%	1	1.92	20.6%
GDP	1st Diff	-4.926	-3.623	1%	1	1.89	54.8%
CRFA	1st Diff	-4.154	-3.617	1%	1	2.00	51.4%
CPI*	Level	-3.508	-3.197	10%	1	1.90	26.9%
CPI	1st Diff	-5.934	-3.617	1%	1	2.14	55.0%
EXCHANGERATE	1st Diff	-3.461	-2.626	1%	1	1.97	42.5%
Interest rate	1st Diff	-4.790	-4.241	1%	3	1.94	68.2%

* مستقر مع الحد الثابت والمتجه الزمني   ** مستقر بالحد الثابت

جدول رقم (6) نتائج تطبيق نموذج التكامل المشترك

قيم ايجن	Trace	القيمة الحرجة 5%	القيمة الحرجة 1%	H0
0.920048	344.1013	156	168.36	لا يوجد تكامل مشترك**
0.825052	250.6271	124.24	133.57	يوجد متجه واحد على الأكثر **
0.769184	186.1262	94.15	103.18	يوجد متجهان على الأكثر **
0.757792	131.8793	68.52	76.07	يوجد ثلاث متجهات على الأكثر **
0.723615	79.41482	47.21	54.46	يوجد أربع متجهات على الأكثر **
0.492229	31.83424	29.68	35.65	يوجد خمس متجهات على الأكثر *
0.135822	6.758394	15.41	20.04	يوجد ست متجهات على الأكثر
0.036018	1.357244	3.76	6.65	يوجد سبع متجهات على الأكثر

** تشير إلى رفض الفرضية الصفرية عند مستوى دلالة 1%.

يصعب تفسير التكامل المشترك باتجاهاته الخمس كما هو مبين في الجدول السابق لكن وجود العلاقة واضحة كما تظهرها معادلة التكامل المشترك الأولى رقم (9):

CE1: INDEX = 1.285*GDP -12.67*CPI +216.7*EXRA +22.57*INFLATIONRATE
(t) (4.278) (-4.336) (5.856) (0.871)
+0.602*CRFA2 -3*TRADV + 19.25*INTRAT .... (9)
(3.463) (-13.945) (1.75)

تشير معادلة التكامل المشترك أن جميع متغيرات الاقتصاد الكلي تؤثر على المدى الطويل في مؤشر التداول ,غير أن التضخم كان غير ذات دلالة إحصائية في حين تبين المعادلة أن الزيادة في إجمالي الناتج المحلي بمقدار 1,000 دينار يؤثر ايجابيا بمؤشر القدس بزيادة 1.2 نقطة في حين كان مؤشر أسعار المستهلك له علاقة عكسية فنقصانه بمقدار 1% يرفع المؤشر بمقدار 12 نقطة بينما كان اثر سعر الصرف ايجابي في المعادلة الأولى فالزيادة بقيمة شيقل واحد تؤثر بزيادة المؤشر بمقدار 216 نقطة في حين كانت زيادة التسهيلات الائتمانية تؤثر إيجابا فزيادة التسهيلات الائتمانية بمقدار مليون دينار تؤثر بزيادة المؤشر بمقدار 0.6 نقطة، بينما كان اثر حجم التداول

سلبي وسعر الفائدة ايجابي في المعادلة الأولى حيث أنهم يعتمدان على المتغيرات الأخــرى فـــي معادلات التكامل الأخرى .

4-5 نتائج تطبيق نموذج تصحيح الخطأ

حيث أن التكامل المشترك كان متعدد الاتجاهات ومن الصعب تفسير علاقاته الخمس المتداخلة فقد تم تطبيق نموذج تصحيح الخطأ (ECM) كما هو مبين في الجدول رقم (7)

جدول رقم (7)

نموذج تصحيح الخطأ		
	D(INDEX)	t-Test
CointEq1	-0.836982	[-1.72749]
CointEq2	-2.188484	[-5.30280]
CointEq3	27.27726	[2.96385]
CointEq4	-348.3257	[-3.45847]
CointEq5*	-64.62264	[-1.40574]
D(INDEX(-1)) *	0.568966	[1.55967]
D(INDEX(-2))	0.861925	[2.86778]
D(GDP(-1))	2.122017	[6.45516]
D(GDP(-2))	1.261299	[3.77776]
D(CPI(-1))	-14.39868	[-1.63230]
D(CPI(-2))	-21.08281	[-2.07041]
D(EXRA(-1))	417.7855	[3.58208]
D(EXRA(-2))	242.5337	[2.83586]
D(INFLATIONRATE(-1))	70.15642	[1.94219]
D(INFLATIONRATE(-2))	50.73238	[2.32633]
D(CRFA2(-1))	0.774176	[2.08854]
D(CRFA2(-2))	0.81084	[3.29126]
D(TRADV(-1))	-0.993532	[-1.66692]
D(TRADV(-2))	-1.131209	[-3.79858]
D(INTRAT(-1)) *	-56.67481	[-1.56202]
D(INTRAT(-2)) *	24.92645	[0.53437]
C*	-11.25668	[-0.49234]
R-squared	0.88186	
Adj. R-squared	0.716465	
Sum sq. resides	51536.88	
S.E. equation	58.61563	
F-statistic	5.331832	
Log likelihood	-186.4247	
Akaike AIC	11.2662	
Schwarz SC	12.22404	
Mean dependent	13.20459	
S.D. dependent	110.0804	

* غير ذات دلالة احصائية

حيث كانت قيمة أل R^2 تساوي 88.18% و لكن اختبار ألT لبعض المتغيرات كانت تثبت أنهـــا غير ذات دلالة إحصائية وهي مبينة في الجدول رقم (4)، ومن خــلال فحــص منطقيــة تــأثير المتغيرات أذا كانت ايجابية أو ســلبية ومدى تأثيرها تبين أن إجمالي الناتج المحلي يؤثر إيجابـــا لكلا الربعين السابقين بينما مؤشر أسعار المستهلك يؤثر سلباً لفترتين سابقتين و تأثيره غيـــر ذات دلالة إحصائية لفترة واحدة في حين كان لسعر الصرف أثر ايجابي لكلا الفترتين و كان للتـــضخم أثر ايجابي لفترتين في حين كان تأثيره غير ذات دلالة إحصائية لفترة واحدة و كذلك التـــسهيلات الائتمانية كان لها أثر ايجابي لفترتين و كان تأثيرها غير ذات دلالة إحصائية لفترة واحدة.

حجم التداول أظهر شذوذ في هذه النتيجة حيث كان تأثيره سلبي علماً بأن أحجام التداول العاليـــة تعطي تأثير ايجابي عادةً على سلوك المؤشر و لكن فترة التباطؤ تفسر هذا الشذوذ حيث أن حجم التداول العالي لفترات سابقة (3-6 شهور) تعطي فرصة كبيرة للمستثمرين بالدخول و الخـــروج قبل هبوط المؤشـــر أو ارتفاعه.

و أخيراً فقد كان لسعر الفائدة على الودائع قصيرة الآجل أثراً سلبياً و هذا تأثير طبيعي للطلب على الأسهم.

تم فحص الاستجابة الفورية للمتغيرات المستخدمة في النموذج للأربعين فتـــرة خـــلال ســـنوات الدراسة حيث اظهر مؤشر أسعار المستهلك النسب الأعلى للتأثير في حين مثل سعر الفائدة النسب الأدنى، وفي ما يلي تفصيلاً لــ15 فترة مبينة في جدول رقم (8)

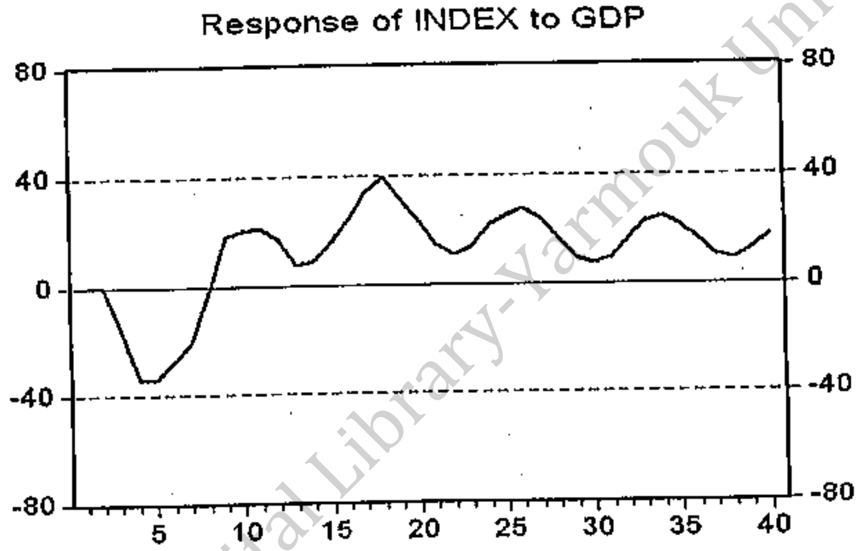
جدول رقم (8)

Response of INDEX:								
Period	INDEX	GDP	CPI	EXRA	INFLATIONRATE	CR FA	TRADV	INTRAT
1	69.74036	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	69.77078	6.523035	30.01136	25.80402	2.079706	22.58756	-2.603002	1.103803
3	65.73544	-8.538848	60.67909	5.877443	15.05361	38.51145	-4.964994	8.355238
4	47.31668	-36.73543	74.64238	-54.94369	68.48855	18.92032	47.12596	18.40870
5	37.22039	-32.44616	92.69594	-70.13610	68.07014	9.917005	29.92573	17.56098
6	14.71656	-13.80570	76.61271	-85.00320	60.79313	-3.484479	37.94558	20.92622
7	18.78693	-0.560106	38.49656	-82.05741	43.42845	-4.212419	30.31180	13.54462
8	33.72109	20.08862	70.95011	-63.15966	39.42386	8.602943	19.72976	6.091659
9	53.64986	42.07364	87.70474	-68.89633	40.02866	22.72535	14.34239	-0.592156
10	58.58065	40.47709	90.18542	-77.97376	49.93867	18.30029	28.00342	0.048303
11	50.34497	42.92646	94.86164	-72.33204	42.94046	22.94316	23.23870	1.545677
12	29.91469	45.17828	95.25473	-73.81909	34.19763	16.63289	26.24679	9.776637
13	20.88448	42.40262	78.76430	-79.41113	36.76848	12.29164	31.51391	12.48525
14	23.02022	47.89664	82.66043	-65.73052	29.85698	9.671736	21.33043	11.75921
15	29.48734	54.12624	73.75137	-63.36898	31.12823	13.65640	16.92130	6.938008

6-4 الاستجابة الفورية

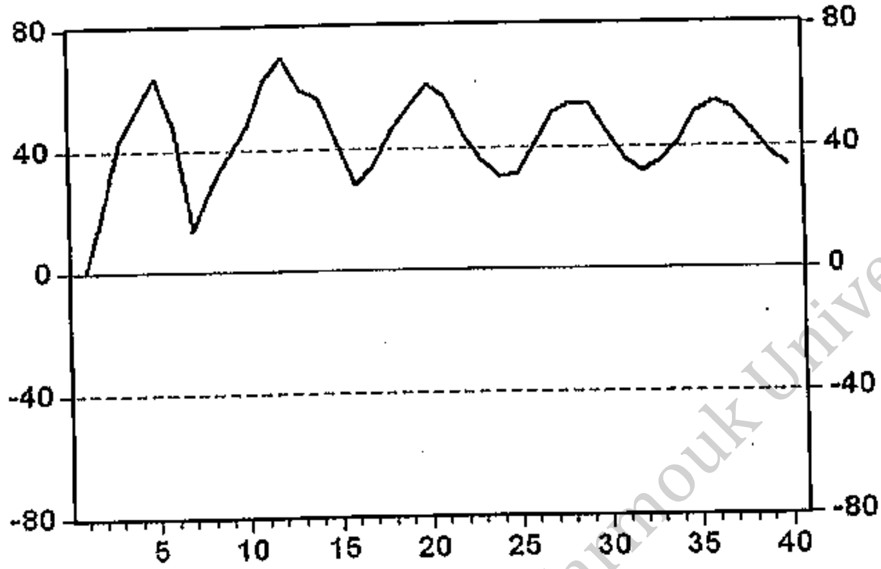
كما وتم فحص الاستجابة الفورية للأربعين فترة المستخدمة في الدراسة من خلال الرسم الموضح في الأشكال التالية:

شكل (2) الاستجابة الفورية للتغيير في إجمالي الناتج المحلي



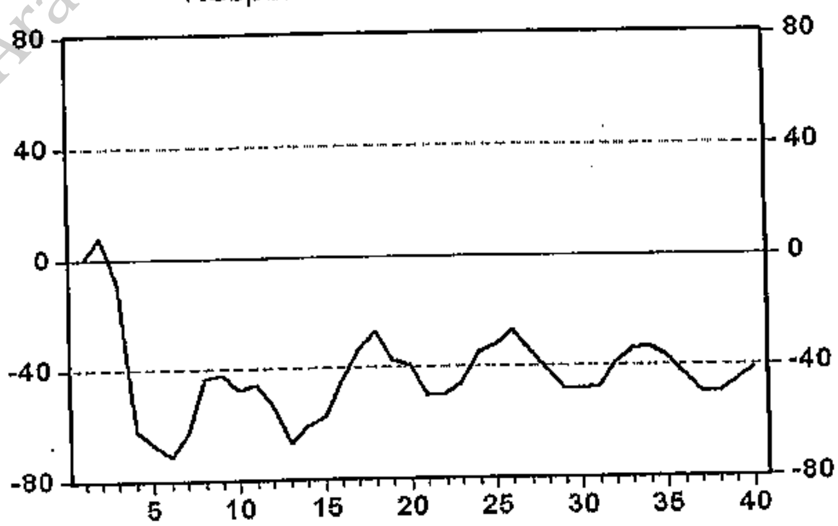
الاستجابة الفورية للتغيير في إجمالي الناتج المحلي خلال الفترات الثمانية الأولى كانت سالبة و وصلت ذروتها في الفترة الرابعة و قد كانت تشكل 38% ثم استمرت موجبة في تقلب خلال الفترات اللاحقة حيث وصلت ذروتها إلى 40% في الفترة 18.

شكل (3) الاستجابة الفورية للتغيير في مؤشر أسعار المستهلك



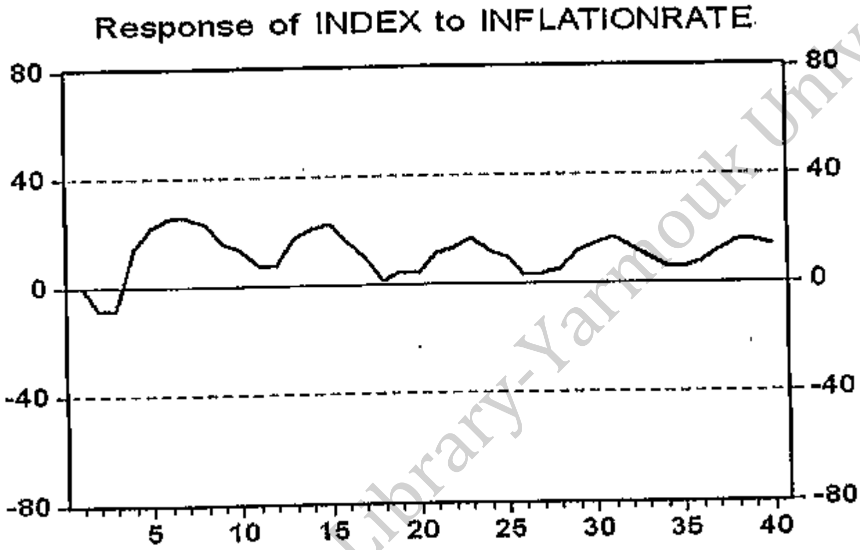
الاستجابة الفورية للتغيير في مؤشر أسعار المستهلك خلال الفترات الأربعين كانت موجبة ووصلت ذروتها في الفترة الثانية عشرة و قد كانت تشكل أكثر من 70% ثم استمرت في تقلب خلال الفترات اللاحقة بين 30% إلى 60%.

شكل (4) الاستجابة الفورية للتغيير في سعر الصرف



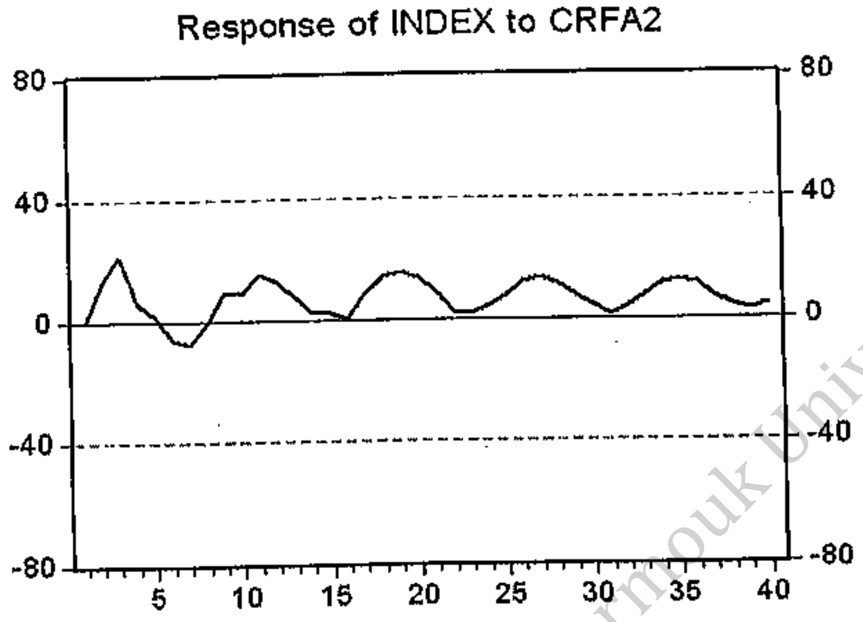
الاستجابة الفورية للتغيير في سعر الصرف خلال الفترات الثلاث الأولى كانت موجبة ونسبة تأثيرها قليل ثم أصبح تأثيرها سالب في تقلب خلال الفترات اللاحقة بين 30-% إلى 71-% حيث كانت ذروتها في الفترة السادسة.

شكل (5) الاستجابة الفورية للتغيير في نسبة التضخم



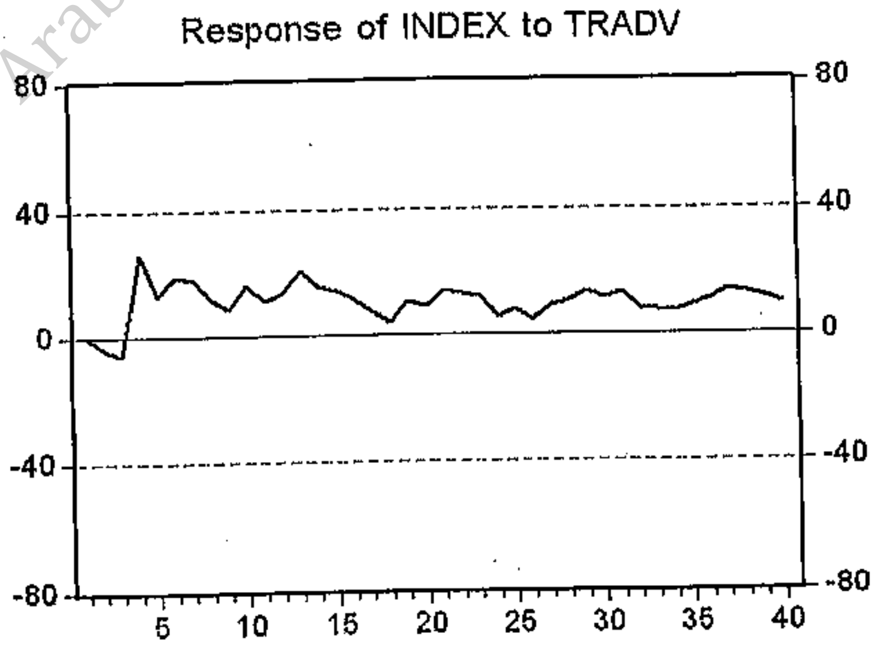
الاستجابة الفورية للتغيير في نسبة التضخم خلال الفترات الثلاث الأولى كانت سالبة ونسبة تأثيرها قليل ثم أصبح تأثيرها موجب في تقلب خلال الفترات اللاحقة بين 0% إلى 25% حيث كانت ذروتها في الفترة السابعة.

شكل (6) الاستجابة الفورية للتغيير في حجم التسهيلات الائتمانية



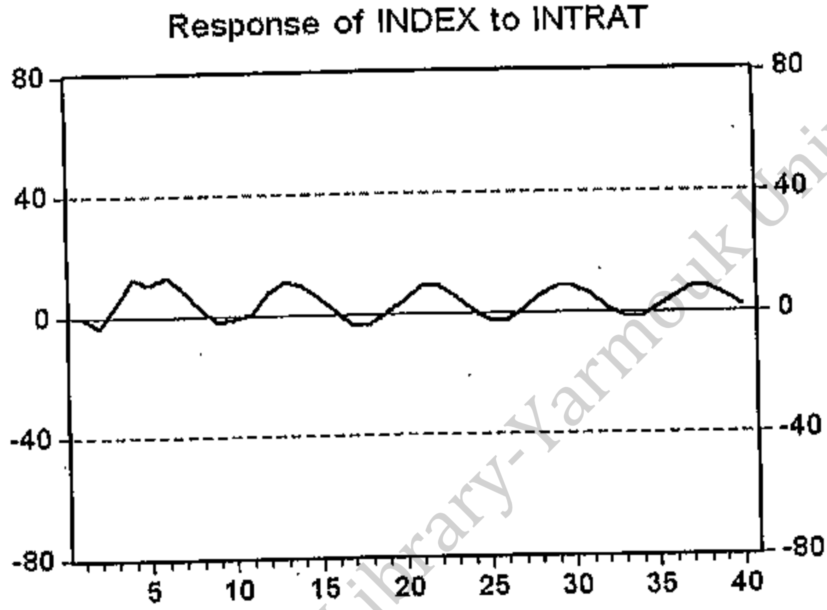
الاستجابة الفورية للتغيير في حجم التسهيلات الائتمانية خلال الفترات الخمس الأولى كانت موجبة ونسبة تأثيرها وصل الذروة عند 21% في الفترة الثالثة ثم أصبح تأثيرها سالب في الفترتين السادسة والسابعة ثم استمر في تقلب خلال الفترات اللاحقة بين 0% إلى 12%.

شكل (7) الاستجابة الفورية للتغيير في حجم التداول



الاستجابة الفورية للتغيير في حجم التداول خلال الفترات الثلاث الأولى كانت سالبة ونسبة تأثيرها قليل ثم أصبح تأثيرها موجب في تقلب خلال الفترات اللاحقة بين 3% إلى 18%.

شكل (8) الاستجابة الفورية للتغيير في نسبة الفائدة



الاستجابة الفورية للتغيير في نسبة الفائدة خلال الفترة كان متقلب حول الصفر بـــين 12% إلى 4-%.

الفصل الخامس

5- النتائج والتوصيات

1-5 النتائج

جاءت هذه الدراسة لتلبية الحاجة لتقييم دور سوق فلسطين للأوراق المالية في الاقتصاد الفلسطيني بعد الحمى التي عمت الأسواق العربية في عام 2005 حيث كان سوق فلسطين الأكثر ارتفاعا في تلك الفترة .

استندت الدراسة على ثلاثة مواضيع رئيسية وهي استقرار السوق، وكفاءته عند المستوى الضعيف وفعالية هذا السوق من خلال تقدير العلاقة بين مؤشر سوق فلسطين للأوراق المالية ومتغيرات الاقتصاد الكلي. ومن خلال هذه المواضيع الرئيسية وباستخدام الطرق القياسية الحديثة مثل نموذج تعديل الخطاء، توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج هي كما يلي:

1. عند تقدير بيتا لكل قطاع من القطاعات السوق تبين أن بيتا لكل من قطاع البنوك و التأمين والصناعة اقل من واحد صحيح وهذا يعني أن المخاطر التي يتعرض لها كل من القطاعات السابقة هو اقل من المخاطر التي يتعرض لها السوق ككل، وبالتالي فان أسعار أسهم هذه القطاعات مستقرة أكثر من أسهم قطاع الخدمات والاستثمار ولا تتعرض للتقلبات التي قد يتعرض لها السوق المالي.

2. عند استخدام العائد على أسهم الشركات ومقارنتها مع العائد على السوق وجدنا أن اغلب أسهم هذه الشركات ذات القيمة السوقية العالية نسبتا لغيرها تتأثر إيجابياً بالعائد على السوق، بينما كانت معظم الشواذ من أسهم الشركات ذات القيمة السوقية القليلة نسبيا، وقد يعود السبب في ذلك إلى سياسة بعض المضاربين الذين يحاولون جني الإرباح من شركات صغيرة لهم القدرة على السيطرة على سعر سهمها في الوقت الذي يسجل السوق انخفاضا في أسعار أسهم الشركات الكبرى.

3. عند إعادة احتساب بيتا على فترات مختلفة لوحظ وجود اتجاه موجب في بعض الشركات و سالب في شركات أخرى وعشوائية أحيانا حيث كان الاتجاه السلب في الشركات عالية القيمة السوقية، عالية التداول مثل PALTEL, PADICO.

4. سجلت حالتين من الشواذ في احتساب بيتا، فقد تغيرت قيمتها من اقل من واحد إلى اكبر من واحد مع زيادة الفترة الزمنية مثل سهم المجموعة الأهلية للتأمين وسهم بنك فلسطين الدولي، ويعود ذلك إلى قلة تداول هذه الأسهم وثباتها لعدة أيام متتالية ثم تداولها بصفقات قليلة ولكنها تحدث تغير عالي في السعر.

5. النسبة الأكبر من المخاطر التي تتعرض لها كافة القطاعات الاقتصادية والأسهم الفردية هي من نوع المخاطر غير المنتظمة التي يمكن تجنبها من خلال التنويع في الاستثمار.

6. إن أسعار الإغلاق الأسهم المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية تتأثر في أسعار إغلاقها للفترات السابقة، لذلك فان الأسعار الجارية لا تسلك سلوكاً عشوائياً وإنما تعتمد على الأسعار لفترات سابقة.

7. سوق فلسطين للأوراق المالية لا يتمتع بالكفاءة عند المستوى الضعيف ويعود ذلك إلى ضيق هذا السوق وقلة الشركات المدرجة فيه وتوجه المستثمرين إلى الأسواق العربية المحيطة بسبب التقلبات السياسية في السوق المحلية وضعف توافر المعلومة فيه وندرة المحللين والمستشارين الماليين ذوي الخبرة.

8. إن توفر المعلومات ووضعها بصورة سهلة وفي متناول جميع المستثمرين، يسرع من الوصول إلى حالة الكفاءة المطلوبة.

9. عند أجراء تحليل التكامل المشترك وجدت الدراسة خمس متجهات للتكامل المشترك على الأقل وان متغيرات الدراسة تتحرك معاً في الفترة الزمنية طويلة الآجل، وتفسر المعاملات على أنها مرونة المدى الطويل.

5-2 التــوصيــات

انطلاقاً مما توصلت أليها الدراسة من نتائج، فأن هذا القسم يعرض بعض التوصيات التي قد يكون من شأنها المساهمة ولو بقدر ضئيل في دعم مسيرة سوق الاستثمارات المالية في فلسطين، ومــن أهم هذه التوصيات ما يلي:

أولا: العمل على نشر الوعي الاستثماري والإعلام المالي للأسباب التالية:

1 إن وعي الأفراد والمنشآت بعناصر القرار الاستثماري (العائد والمخاطرة معاً) ووجود تدفق منتظم للمعلومات المالية يزيد من إحساس وأدراك المستثمرين، بأهمية إعطاء اهتمام متوازن لكلاً من العائد والمخاطرة الكلية وبالتالي فان كفاءة الاستثمارات في السوق تتحسن.

2 أن معرفة المستثمرين للمعلومات المتاحة وإدراكهم لأهمية هذه المعلومات تمكنهم من التوصل إلى تقدير ملائم لما يجب أن تكون عليه أسعار الأسهم، وبالطبع فــان وجــود المستــشارين الماليين تساعد هؤلاء المستثمرين على مثل هذه التقديرات المطلوبــة، وهــذا يــساعد علــى الوصول إلى الكفاءة المطلوبة.

ثانياً: ضرورة قيام السوق المالي بتوفير كل المعلومات المتعلقة بأسعار الأسهم، والقيمة الــسوقية لهذه الأسهم، وعقود البيع المنفذة، ومعدل دوران السهم، ونسبة أرباح الأســهم، و معامــل بيتــا، وغيرها من البيانات التي تهم المستثمر، ونشرها على لوحات إلكترونية، تكون هــذه المعلومــات متاحة لجميع المستثمرون وبدون تكاليف مالية.

6- المراجع

1-6 المصادر العربية

1. البدري، صباح والخوري، رتاب، " دراسة تحركات أسعار الأسهم في سوق عمان المالي باستخدام النماذج القياسية " دراسات، العلوم الإدارية، المجلد (24)، العدد (1) ، 1997 .

2. بشار هيلات،"دراسة تحليلية لأداء سوق عمان المالي"، رسالة ماجستير. جامعة اليرموك.

3. الزعبي، بشير ، " تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي خلال الفترة (1978-1998)" دراسات، العلوم الإدارية، المجلد (27) العدد (2)،(2000).

4. زكريا القواسمي، " كفاءة سوق عمان المالية" رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، 1990.

5. سلطة النقد الفلسطينية، إدارة الأبحاث والسياسات النقدية، 2006، النشرة الإحصائية العدد (92).

6. عبيد، سعيد، "خصائص وسلوك سوق الاستثمارات المالية (الأسهم) في دولة الإمارات العربية المتحدة" مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد (6 –7)، 1990–1991.

7. غرايبة، فوزي، و أرشيدات، مروان " العلاقة بين بيتا المتغيرات المحاسبية وبيتا السوق مقياساً للمخاطر النظامية للشركات المساهمة العامة الأردنية " دراسات، العلوم الإدارية، المجلد23، العدد2، 1996.

8. المؤمني، غازي، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المناهج، عمان، ط1، 2002م، ص73.

2-6 المصادر الإنجليزية

1. Abdullah,d.A. and Hayworth,S.c.1993, "Macro econometrics of Stock Price Fluctuations", Quarterly Journal of Business and Economics, vol.32,no.1,pp.49-63.

2. Achsani, Noer, & Strohe, Hans, "stock market returns and macroeconomic factors evidence from Jakarta stock exchange of Indonesia 1990-2001. JEL Classification: E44, G15, 2002 On the Internet net work, 20/11/2002, WWW.google.com/

3. Agrawal, A. and K. Tendon [1994] "Anomalies or illusions? Evidence from stock markets in eighteen countries," Journal of International Money and Finance 13, 83-106.

4. Amman financial market stability, effectiveness, and efficiency. An economic analysis. Yarmouk University 1990.

5. Ariel, R.A. [1987] "A monthly effect in stock returns," Journal of Financial Economics 18, 161-174.

6. Banz, R. [1981] "The relationship between return and market value of common stocks," Journal of Financial Economics 9, 3-18.

7. Bhardwaj, R.K. and L.D. Brooks [1992] "The January anomaly: Effects of low share price, transaction costs, and bid-ask bias," Journal of Finance 47, 553-575.

8. Brown,S.J. and Otsuki,T.1990, "Macroeconomic Factors and the Japanese Equity Markets: The CAPMD Project", Japanese Capital Markets, New York.

9. Campbell, J.Y., and R.J. Sheller [1987] "Co-integration and tests of present value models," Journal of Political Economy 95, 1062-1088.

10. Chen,N.F.,Roll,R.andRoss,S.1986, "Economic Forces and the Stock Market", Journal of Business,July,pp.383-403.

11. Cheng,A.C.S.1995, "The U.K. Stock Market and Economic Factors: A New Approach", Journal of Business Finance and Accounting, vol.22,no1,pp.129-142.

12. Civelek, El-kouri.1991. Stock Price Volatility and Macroeconomic Variables, Evidence From Amman Stock Exchange, Abhath Al Yarmouk,7(3):9-27.

13. Cochrane, J. H. [1991] " Volatility tests and efficient markets: A review essay," Journal of Monetary Economics 27, 463-485. Campbell, J.Y., and R.J. 25. Sheller [1987] "Co-integration and tests of present value models," Journal of Political Economy 95, 1062-1088. West, K.D. [1988] "Dividend innovations and stock price volatility," Econometrica 56, 37-61.

14. Cutler, D.M., M. Poterba and L.H. Summers [1989] "What moves stock prices," Journal of Portfolio Management 15, 4-12.

15. Dhakal,D.,Kandil,M. and Sharma,S.C.1993, "Causality between the Money Supply and share Prices: a VAR Investigation", Quarterly Journal of Business and Economics, vol.32,no.3,pp.52-74.

16. E.Fama (1970, 1976), Basu (1977), J.Finnerty (1976)

17. Eleswarapu, V.R. and M.R. Reinganum [1993] "The seasonal behavior of the liquidity premium in asset pricing," Journal of Financial Economics 34, 373-386

18. Fama, E. and K. French [1988b] "Dividend yields and expected stock returns," Journal of Financial Economics 22, 3-25.

19. Fama,E.F.1981. "Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money", American Economic Review, vol 71pp.545-565.

20. French, K.R. [1980] "Stock returns and the weekend effect," Journal of Financial Economics 8, 55-69.

21. Gullet kin, M. and B. Gullet kin [1983] "Stock market seasonality: International evidence," Journal of Financial Economics 12, 469-481

22. Harris, L. and E. Gurel [1986] "Price and volume effects associated with changes in the S&P 500 list: New evidence for the existence of price pressures," Journal of Finance 41, 815-829.

23. Hirshleifer, D. and T. Shum way [2001] "Good day sunshine: Stock returns and the weather," SSRN Working Paper, Forthcoming, Journal of Finance.

24. Hirshleifer, D. and T. Shum way [2001] "Good day sunshine: Stock returns and the weather," SSRN Working Paper, Forthcoming, Journal of Finance. Kunkel, R. and W. Compton [1998] "A tax-free exploitation of the TOM effect: C.R.E.F.," Financial Services Review 7, 11-23.

25. http://www.riskglossary.com/link/portfolio_theory.htm Journal of Finance

26. Huber man, G. and T. Regev [2001] "Contagious speculation and a cure for cancer: A nonevent that made stock prices soar," Journal of Finance 56, 387-396

27. Islam,Sardar & Watanapalachaikul, Sethapong "Time Series Financial Econometrics of the Thai Stock Market: A Multivariate Error Correction and Valuation Model" Victoria University, Australia.

28. Kiranand,S.1999, " An Investigation of Asian Stock Markets Integration", Dissertation, Chulalongkorn University, Bangkok.

29. Kuhn, T.S. [1970] The Structure of Scientific Revolutions. University of Chicago Press

30. Lakonishok, J. and S. Smith [1988] "Are seasonal anomalies real? A ninety-year perspective," Review of Financial Studies 1, 403-425

31. Leroy, S.F. and R.D. Porter [1981] "The present-value relation: Tests based on implied variance bounds," Econometrica 49, 555-574.

32. Lorie, J et al, The Stock Market: Theories and Evidence, 2nd eds. Richard Irwin Inc 1985.

33. Markowitz, H. (1959) Portfolio selection: efficient diversification of investment, New York, John Wiley & Sons.

34. Mish kin, F.S. (1998) , The Economics Of Money, Banking, and Financial Markets, USA, Colombia University.

35. Nasseh,A., Strauss, J.2000, " Stock Prices and domestic and International Macroeconomic Activity: a Cointegration Approach", The Quarterly Review of Economics and finance, vol.40,pp.229-245.

36. O. P. Gupta, Stock Market Efficiency Price Behavior, Anmol Publications New Delhi, 1989, p 624-622

37. O. P. Gupta, Stock Market Efficiency Price Behavior, Anmol Publications New Delhi, 1989, p.p.(134-140)

38. Robert L.Brown; Stephen A. Easton :Weak-Form Efficiency in the Nineteenth Century: A Study of Daily Prices in the London Market for 3% Consols,1821-1860. Economica, New Series, Vol.56, No.221(Feb.,1989), pp.61-70

39. Rozeff, M.S., and W.R. Kinney [1976] "Capital market seasonality: The case of stock returns," Journal of Financial Economics 3, 379-402.

40. Saunders, E.M.J. [1993] "Stock prices and Wall Street weather," American Economic Review 83, 1337-1345

41. Sheller, R.J. [1991] Market Volatility, MIT press.

42. Sheller, R.J. [1981] "Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?," American Economic Review 71, 421-435.

43. Shleifer, A. [1986] "Do demand curves for stocks slope down," Journal of Finance 41, 579-590.

44. Shleifer, A. and L.H. Summers [1990] "The noise trader approach to finance," Journal of Economic Perspectives 4, 19-33.

45. Talafha, Hussein. Shamia, Abadalla. "Amman Financial market stability, Efficiency an economic analysis" Abhath Al Yarmouk, vol.6, No.2,1990,

46. Treynor J.L. (1965). How to Rate Management of Investment Funds Harvard Business Review 43, no. 1, 63-75.

47. Wongbangpo,P. and Sharma, S.2002, "Stock Market and Macroeconomic Fundamental Dynamic Interactions: Asean-5 Countries", Journal of Asia Economics, vol.13,pp.27-51.

7- الملحقات

جدول رقم (م1) نموذج تقدير بيتا لشركة الاتصالات الفلسطينية

Paltel				
Period	Beta	t-stat	R squared%	D-W
1	3.24	28.9	0.52	1.834
3	3.28	33.8	0.605	0.622
5	3.2	35.8	0.633	0.398
7	3.02	36.0	0.635	0.292
10	2.86	37.3	0.652	0.247
14	2.75	39.11	0.675	0.211
20	2.75	40	0.687	0.142
25	2.73	41.1	0.7	0.124
30	2.66	41.95	0.709	0.103
37	2.60	42.34	0.715	0.080
45	2.55	40.33	0.697	0.067
52	2.48	38.54	0.680	0.054
60	2.40	36.37	0.65	0.047
75	2.16	32.46	0.60	0.037
90	1.91	28.96	0.55	0.035
120	1.48	24	0.47	0.035

جدول رقم (م2) نموذج تقدير بيتا للشركة الفلسطينية للاستثمار والإنماء

Padico				
Period	Beta	t-stat	R squared%	D-W
1	1.42	23.3	0.416	1.925
3	1.49	29.98	0.541	0.625
5	1.42	29.9	0.541	0.397
7	1.39	29.74	0.539	0.289
10	1.41	30.91	0.559	0.201
14	1.46	32.39	0.583	0.142
20	1.51	33.99	0.60	0.098
25	1.48	35.11	0.62	0.083
30	1.44	37.41	0.65	0.076
37	1.42	40.3	0.692	0.070

45	1.40	41.86	0.709	0.061
52	1.39	43.87	0.730	0.061
60	1.38	44.72	0.739	0.057
75	1.32	48.5	0.773	0.063
90	1.2	53.25	0.808	0.076
120	1.1	63.1	0.86	0.090

جدول رقم (م3) نموذج تقدير بيتا لشركة التأمين الوطنية

NIC				
Period	Beta	t-stat	R squared%	D-W
1	1.23	14.57	0.221	1.975
3	1.21	17.5	0.291	0.574
5	1.28	18.96	0.326	0.376
7	1.30	19.99	0.35	0.298
10	1.33	22.11	0.398	0.248
14	1.35	25.58	0.471	0.186
20	1.25	24.22	0.446	0.124
25	1.21	23.86	0.44	0.115
30	1.19	25.43	0.474	0.100
37	1.08	24.8	0.464	0.086
45	1.00	23.8	0.447	0.068
52	0.966	24.48	0.462	0.066
60	0.962	24.86	0.473	0.063
75	1.01	27.7	0.533	0.051
90	1.16	31.8	0.605	0.045
120	1.42	40.9	0.727	0.038

جدول رقم (م4) نموذج تقدير بيتا للبنك الإسلامي العربي

AIB				
Period	Beta	t-stat	R squared%	D-W
1	0.327	18.1	0.307	1.639
3	0.386	22.9	0.417	0.547
5	0.396	24.5	0.45	0.309
7	0.397	25.2	0.464	0.214
10	0.407	25.98	0.48	0.150
14	0.418	25.80	0.478	0.121
20	0.42	27.25	0.50	0.077
25	0.416	28.72	0.53	0.068
30	0.40	30.23	0.563	0.063
37	0.39	33.22	0.611	0.058
45	0.37	34.82	0.63	0.058
52	0.359	35.59	0.648	0.054
60	0.359	37.27	0.671	0.049
75	0.344	36.4	0.667	0.046
90	0.322	36.86	0.676	0.040
120	0.29	40.7	0.782	0.043

جدول رقم (م5) نموذج تقدير بيتا للمجموعة الأهلية للتأمين

AIG

Period	Beta	t-stat	R squared%	D-W
1	0.643	8.75	0.09	1.95
3	0.647	10.77	0.13	0.667
5	0.628	11.25	0.145	0.378
7	0.639	11.76	0.157	0.295
10	0.678	13.32	0.193	0.220
14	0.789	15.37	0.242	0.149
20	0.986	18.7	0.324	0.104
25	1.1	22.48	0.41	0.083
30	1.14	24.18	0.448	0.077
37	1.25	28.86	0.538	0.069
45	1.39	34.27	0.624	0.062
52	1.467	37.3	0.666	0.060
60	1.48	38.34	0.680	0.053
75	1.54	39.87	0.701	0.045
90	1.61	43.27	0.739	0.041
120	1.66	48.65	0.789	0.036

جدول رقم (م6) نموذج تقدير بيتا لشركة سجائر القدس

JCC				
Period	Beta	t-stat	R squared%	D-W
1	0.576	9.75	0.111	2.091
3	0.403	8.41	0.08	0.695
5	0.305	6.69	0.05	0.411
7	0.285	6.29	0.04	0.278
10	0.279	6.12	0.047	0.194
14	0.312	6.84	0.05	0.144
20	0.32	7.527	0.07	0.118
25	0.285	7.577	0.072	0.100
30	.277	8.47	0.089	0.107
37	0.319	11.01	0.143	0.102
45	0.339	12.45	0.177	0.102
52	0.349	13.68	0.20	0.094
60	0.369	15.14	0.246	0.086
75	0.40	17.77	0.31	0.074
90	0.419	17.46	0.31	0.065
120	0.395	19.83	0.379	0.067

جدول رقم (م7) نموذج تقدير بيتا لشركة القدس للمستحضرات الطبية

JPH				
Period	Beta	t-stat	R squared%	D-W
1	1.15	11.9	0.159	1.935
3	1.01	12.5	0.173	0.646
5	1.1	14.57	0.222	0.392
7	1.18	15.97	0.255	0.281
10	1.23	17.2	0.286	0.200
14	1.30	18.6	0.32	0.165
20	1.46	22.18	0.40	0.122
25	1.46	23.48	0.432	0.099
30	1.46	24.93	0.463	0.086
37	1.45	25.9	0.485	0.073

45	1.47	27.5	0.518	0.064
52	1.482	28.7	0.543	0.060
60	1.488	29.67	0.561	0.054
75	1.54	31.2	0.59	0.046
90	1.57	33.85	0.634	0.036
120	1.72	43.17	0.747	0.035

جدول رقم (م8) نموذج تقدير بيتا لشركة بنك فلسطين الدولي

PIBC				
Period	Beta	t-stat	R squared%	D-W
1	0.66	12.2	0.171	1.195
3	0.816	14.59	0.229	0.392
5	0.932	16.36	0.272	0.192
7	1.05	17.67	0.30	0.152
10	1.08	18.52	0.325	0.106
14	0.909	16.422	0.276	0.075
20	0.558	11.47	0.158	0.056
25	0.564	12.2	0.176	0.046
30	0.656	14.29	0.228	0.038
37	0.691	15.31	0.255	0.028
45	0.673	14.6	0.24	0.023
52	0.70	14.68	0.24	0.017
60	0.743	14.9	0.251	0.015
75	0.852	16.4	0.294	0.010
90	1.04	19.85	0.384	0.009
120	1.29	24	0.491	0.008

جدول رقم (م9) نموذج تقدير بيتا لشركة الكهرباء الفلسطينية

PEC				
Period	Beta	t-stat	R squared%	D-W
1	0.35	14.1	0.23	1.692
3	0.328	14.38	0.24	0.534
5	0.317	14.42	0.241	0.328
7	0.313	14.8	0.252	0.248
10	0.3	15.8	0.278	0.190
14	0.288	15.69	0.276	0.142
20	0.287	15.63	0.277	0.100
25	0.28	15.94	0.286	0.087
30	0.269	16.04	0.29	0.073
37	0.268	16.0	0.294	0.057
45	0.25	14.9	0.267	0.043
52	0.247	14.34	0.253	0.041
60	0.238	13.62	0.236	0.031
75	0.21	11.4	0.182	0.027
90	0.171	9.1	0.127	0.022
120	0.08	4.8	0.04	0.022

جدول رقم (م10) نموذج تقدير بيتا لشركة فلسطين للاستثمار العقاري

PRICO				
Period	Beta	t-stat	R squared%	D-W
1	0.389	15.77	0.247	1.722

3	0.426	19.34	0.33	0.515
5	0.418	19.3	0.33	0.302
7	0.413	19.1	0.328	0.215
10	0.4	19.01	0.325	0.151
14	0.415	19.17	0.33	0.112
20	0.44	21.44	0.383	0.084
25	0.45	24.96	0.458	0.079
30	0.472	29.44	0.542	0.079
37	0.499	34.21	0.618	0.068
45	0.528	35.59	0.63	0.055
52	0.547	35.99	0.646	0.047
60	0.56	37.21	0.664	0.045
75	0.586	43.49	0.734	0.041
90	0.579	43.45	0.738	0.037
120	0.53	50.4	0.798	0.037

جدول رقم (م11) تطور سوق فلسطين للأوراق المالية

السنة	عدد الأسهم المتداولة	قيمة الأسهم المتداولة(دينار)	قيمة الأسهم المتداولة (دولار)	عدد جلسات التداول	عدد الصفقات	عدد الشركات المدرجة	عدد شركات الوساطة
1997	10,000,276	17,887,673	25,158,471	66	1,957	17	3
1998	16,782,498	48,804,706	68,642,344	100	7,639	19	5
1999	68,892,607	106,603,912	150,243,919	146	10,625	22	6
2000	93,351,075	134,135,664	188,982,443	211	20,143	23	6
2001	33,456,535	52,850,599	74,528,351	161	8,205	23	6
2002	18,666,938	31,968,712	45,084,654	100	4,579	23	6
2003	40,350,788	41,351,657	58,326,445	223	10,552	23	6
2004	103,642,845	142,024,860	200,556,709	244	27,296	26	7
2005	369,567,295	1,485,494,522	2,096,178,223	246	166,807	28	7
2006	222,689,351	756,407,632	1,067,365,232	238	150,592	33	8

نسب النمو للجدول أعلاه

السنة	عدد الأسهم المتداولة	قيمة الأسهم المتداولة(دينار)	قيمة الأسهم المتداولة (دولار)	عدد جلسات التداول	عدد الصفقات	عدد الشركات المدرجة	عدد شركات الوساطة
1997							
1998	68%	173%	173%	52%	290%	12%	67%
1999	311%	118%	119%	46%	39%	16%	20%
2000	36%	26%	26%	45%	90%	5%	0%
2001	-64%	-61%	-61%	-24%	-59%	0%	0%
2002	-44%	-40%	-40%	-38%	-44%	0%	0%
2003	116%	29%	29%	123%	130%	0%	0%
2004	157%	243%	244%	9%	159%	13%	17%
2005	257%	946%	945%	1%	511%	8%	0%
2006	-40%	-49%	-49%	-3%	-10%	18%	14%

Abstract

Hidmi, Amer, Palestinian stock exchange performance and stability, (1997-2006)

This study aim to evaluate three main subjects in the Palestinian stock market exchange PSE, which are, market stability, efficiency and effectiveness of this market by assessing the relationship between financial market indicators and macroeconomic indicators, these subjects being analyzed using OLS, ECM , COINTEGRATION, IMPULS, showed that beta risk of the banks sector and the insurance industry is less than one, this means that the risks of those sectors is less than the risk of the market, also the closing prices of the PSE stocks is affected by its historical values, therefore the prices don't act as a random walk hypothesis, which refer that the PSE don't perform the weak form efficiency, also the macro-economics factors co integrated with the stock market performance in the long-term throw five integrated vectors that can't be explained throw co integration test, but throw using the error correction model ECM, it was verified.

The study recommended the need of providing all related information to stock prices, market value, executed contracts, turnover rate, dividends ratio, beta factor, and all other important information to investors, posted on electronic websites, so this information will be available to all investors.